



380.1062  
K581  
C.2  
2004

Universidad Andrés Bello  
Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas  
Escuela de Ingeniería Comercial

# Capital de Riesgo

Seminario de Tesis Economía  
2004

Profesor Guía: Orlando Balboa  
Alumnos: Manuela Kirberg  
Sebastian Gilbert

# INDICE

|  |           |
|--|-----------|
| <b>INTRODUCCIÓN .....</b>  | <b>1</b>  |
| <b>CAPÍTULO I.....</b>   | <b>4</b>  |
| <b>MARCO CONCEPTUAL .....</b>  | <b>4</b>  |
| QUÉ ES EL CAPITAL DE RIESGO .....  | 5         |
| CARACTERÍSTICAS DEL CAPITAL DE RIESGO .....  | 7         |
| TIPOS DE CAPITALES DE RIESGO .....   | 8         |
| <i>Capital Semilla.....</i>  | 8         |
| <i>Capital Start-up.....</i>   | 9         |
| <i>Capital de Desarrollo.....</i>  | 9         |
| ACTORES QUE PARTICIPAN EN LA INDUSTRIA DE CAPITAL DE RIESGO.....                                   | 11        |
| PROBLEMAS QUE PRESENTA LA INDUSTRIA DE CAPITAL DE RIESGO .....                                     | 13        |
| ¿PORQUÉ INCENTIVAR EL CAPITAL DE RIESGO? BENEFICIOS SOCIALES QUE TRAE EL CAPITAL DE RIESGO .....   | 21        |
| ROL DEL ESTADO: ¿DEBE INTERVENIR? .....  | 22        |
| CAPITALES DE RIESGO Y PYMES .....  | 24        |
| RENTABILIDAD DE LOS CAPITALES DE RIESGO .....  | 26        |
| <b>CAPITULO II.....</b>  | <b>28</b> |
| <b>EVIDENCIA EMPÍRICA INTERNACIONAL .....</b>  | <b>28</b> |
| EEUU.....  | 30        |
| COREA .....  | 42        |
| PORTUGAL .....   | 46        |
| <b>CAPITULO IV .....</b>   | <b>50</b> |
| <b>LA EXPERIENCIA CHILENA .....</b>  | <b>50</b> |
| REFORMA AL MERCADO DE CAPITALES II.....  | 54        |
| <i>Incentivos Tributarios.....</i>   | 54        |
| <i>Nueva Organización Societaria.....</i>  | 54        |
| <i>Garantías.....</i>  | 55        |
| BOLSA EMERGENTE.....   | 56        |
| <i>Financiamiento y Beneficios Tributarios .....</i>   | 57        |
| <i>Inscripción del Emisor, sus acciones suscritas por suscribir en el Registro de Valores.....</i> | 59        |
| <i>Empresas en la Bolsa Emergente .....</i>  | 60        |
| LOS FONDOS DE PENSIÓN .....  | 61        |
| FACTORES QUE DESINCENTIVAN A LAS AFP A INVERTIR EN CAPITAL DE RIESGO:.....                         | 65        |
| PROBLEMAS QUE PRESENTA LA INDUSTRIA DE CAPITAL DE RIESGO EN CHILE .....                            | 66        |
| CORFO .....  | 67        |
| INCUBADORAS E INSTITUCIONES RELACIONADAS.....  | 71        |
| FONDOS DE CAPITAL DE RIESGO .....  | 74        |
| <b>CONCLUSIONES .....</b>  | <b>81</b> |
| <b>RECOMENDACIONES .....</b>   | <b>85</b> |
| <b>BIBLIOGRAFÍA.....</b>   | <b>88</b> |

# INTRODUCCIÓN

McClelland, el creador de la teoría del nivel de Logro; postula que el desarrollo económico de los países se basa en el “emprendedor” el cual *“es el hombre que organiza la unidad comercial y/o aumenta su capacidad productiva”*, esto fue corroborado por una investigación desarrollada por Charles McLaughlin.<sup>1</sup> La carencia casi total de “emprendedores” o dicho de otra forma empresarios independientes que inicien y organicen nuevas actividades productivas, tiene efecto directo sobre el lento y bajo desarrollo de nuestras economías. Asimismo, manifestó en una ocasión que pese a tener mucho nivel de logro, un emprendedor sin recursos financiero suficiente para llevar adelante su proyecto, se enfrentaba a una serie de dificultades. El principal problema que deben enfrentar los emprendedores es el financiamiento de la materialización de su innovación.

Obtener un crédito bancario es muy costoso para una empresa sin historia, es decir una empresa reciente que no tiene años de rentabilidad ni respaldo para preñar garantías, por lo que lo más común es financiarse a través de avales que serían en general personas cercanas, como familiares, o vendiendo sus propios bienes. Por otra parte, el Capital de Riesgo es una inversión hecha para el lanzamiento, desarrollo inicial o expansión de un negocio, al proveer de capital accionario a empresas que no están listadas en bolsa. Este capital puede ser usado para desarrollar nuevos productos o tecnologías, expandir capital de trabajo, hacer adquisiciones o fortalecer el balance de una compañía. En general, la inversión se materializa a través de fondos de inversión,

---

<sup>1</sup> Miembro de la Escuela de Negocios Sloan de MIT.

los cuales pueden ser suministrados por inversionistas institucionales o por particulares que están interesados en arriesgarse en una empresa.

Los capitalistas de riesgo proveen de recursos financieros a empresas jóvenes, a cambio de una participación en la propiedad de dichas empresas, en lugar de dar un préstamo. La razón se debe a que los potenciales acreedores de la empresa, tradicionalmente los bancos, no están dispuestos a financiarlas, dada las fuertes asimetrías de información existentes entre deudores y acreedores, asociado entre otras cosas a la falta de información financiera y conocimiento de la reputación de sus administradores, el alto riesgo que existe en los flujos de caja y la inexistencia de garantías que hagan suficientemente atractivas la participación de los bancos en la industria de Capital de Riesgo. Como consecuencia de lo anterior, los emprendedores generalmente consiguen financiamiento vía participación accionaria, lo cual reduce el costo financiero (no tienen que pagar servicios de la deuda) y el reparto de dividendos no es tan relevante para los capitalistas, dado que la mayor ganancia proviene de la apertura de la empresa al público (ganancia de capital). Sin embargo, el verdadero costo viene dado por ceder parte de los derechos políticos a estos inversionistas (como por ejemplo, nombrar directores que monitorean la inversión), y mejorar los estándares de información al interior de la empresa, sin perjuicio de que existe el riesgo de apropiación del negocio por parte del inversionista. También aportan asesorías en administración y finanzas al emprendedor.

En la mayoría de los países desarrollados la oferta de fondos de la industria de Capital de Riesgo se canaliza mayoritariamente a través de fondos especializados en inversión en proyectos innovadores, reuniendo una amplia gama de inversionistas, tales



como grandes empresas privadas, fondos de pensiones, instituciones públicas para fomento del desarrollo, organismos internacionales de financiamiento, etc., los cuales invierten básicamente en micro, pequeñas y medianas empresas. Su importancia radica en el hecho que se constituyen en un elemento de desarrollo, en la medida en que apoyan la implementación de nuevos proyectos, en muchos casos, innovadores. Normalmente estas empresas no tienen capacidad gerencial adecuada y recursos, ni garantías para financiar sus nuevos proyectos a través de préstamos bancarios. Su principal valor agregado económico está basado en su capacidad de innovación de productos o procesos productivos existentes. Esta es una de las grandes diferencias que se da entre los países desarrollados y los países en desarrollo. El Capital de Riesgo, en los EE.UU., es sin lugar a dudas el que ha dado el enorme impulso a la industria electrónica de ese país, poniéndolo a la cabeza del mundo industrializado. Sin embargo, el Chile la industria no ha tenido el desarrollo que tiene en EE.UU. u otros países de similar desarrollo en su sistema financiero.

El tema central de esta tesis es estudiar la industria de Capital de Riesgo en Chile y analizar distintas propuestas que permitan una mayor promoción del Capital de Riesgo como instrumento de financiamiento de pequeñas y medianas empresas con proyecto con un alto potencial de crecimiento y ganancias, pero riesgosos.

# **CAPÍTULO I**

## **MARCO CONCEPTUAL**

## **Qué es el Capital de Riesgo**

El Capital de Riesgo es un tipo de financiamiento al cual pueden recurrir desde emprendedores que deseen realizar algún tipo de idea o proyecto, hasta empresas que necesiten nuevas fuentes de financiamiento para ampliar su operaciones., y que tiene como principal característica, el ser altamente riesgosas y tener un alto potencial de crecimiento y ganancias.

Estas empresas no alcanzan a ser lo suficientemente grandes como para poder abrirse a la bolsa o emitir bonos, y los créditos bancarios les resultan muy caros por el alto riesgo y calidad de las garantías que el proyecto o empresa posee.

Los recursos son entregados generalmente, por fondos de inversión en donde los principales participantes son inversionistas institucionales como fondos de pensión o compañías aseguradoras, y en otros casos, por inversionistas privados.

La entrega de recursos por parte de los fondos, se hace a cambio de una participación accionaria de la empresa o proyecto. Los fondos también tienen derecho a participar en el directorio, a través del nombramiento de uno o más miembros de éste, principalmente con el objetivo de corregir fallas típicas del mercado financiero asociado a asimetrías de información<sup>2</sup>.

Los fondos no se limitan solamente a la entrega de recursos, sino que también participan en la administración. -Por ejemplo, en algunos casos el gerente de finanzas de

---

<sup>2</sup> Como Riesgo moral, ocultamiento de información financiera, que pueden incentivar el comportamiento oportunístico.

la empresa puede ser alguien relacionado a la administradora del fondo. También el fondo se encarga de generarle una red de contactos, reducir costos por economías de escala y/o buscarles potenciales clientes. Con esto, el fondo busca reducir el riesgo de la empresa y asegurar un alto retorno de la inversión realizada.

La estrategia de salida más típica de los inversionistas en Capital de Riesgo es a través de la apertura en bolsa de la empresa, una vez que esta haya alcanzado un tamaño óptimo como para realizar este tipo de operación. Otras estrategias corresponden a la venta de las acciones a otro fondo de inversión, o a otra empresa, ya sea nacional o internacional.

## **Características del Capital de Riesgo**

El Capital de Riesgo tiene como característica principal de ser altamente riesgoso. Esto significa que, de acuerdo a la teoría de elección óptima de portafolio, al proyecto se le exige una alta rentabilidad, cercana al 30%, que compense el premio por riesgo.

Sin embargo existe otra serie de características que determinan los Capitales de Riesgo, se pueden señalar las siguientes:

- Es un instrumento de financiación
- Se utiliza para financiar proyectos o empresas pequeñas y medianas, con alto potencial de crecimiento, altamente riesgosos y que ofrecen una idea realmente innovadora.
- Quien entrega los recursos, generalmente fondos de inversión, toma una participación en la propiedad de la empresa.
- Las inversiones están dirigidas a sectores que se diferencien y generen valor a través de la innovación. Generalmente son empresas de base tecnológicas, como Alta-Tecnología, Biotecnología, Biogenética.
- Los inversionistas asumen un alto riesgo, mayor a los que asumiría la banca u otros participantes en los mercados de capitales.
- Los inversionistas asumen una activa participación en las empresas o proyectos que se encuentran financiando, en la mayoría de los casos, integrando el directorio de la empresa y haciendo un escrutinio fuerte del plan de

negocio. Para el caso americano, se estima que cerca del 1% de quienes presentan un plan de negocio, es financiado (Lerner 2002).

## **Tipos de Capitales de Riesgo**

### **Capital Semilla**

En esta etapa el emprendedor intenta reunir sus primeros fondos entre familiares, amigos, tarjetas de crédito, etc., de modo de poder dar forma a su idea, lo que le permitirá exhibir con una mayor posibilidad de éxito su proyecto a inversionistas ángel (personas individuales, empresarios exitosos o simplemente familiares del emprendedor) o a fondos de inversión. En esta etapa lo que finalmente se realiza es un plan de negocios<sup>3</sup>.

A estos fondos iniciales se les llama "Capital Semilla" y los montos de la inversión oscilan habitualmente entre US\$ 250.000 y US\$ 500.000.

La mayoría de los proyectos no superan esta fase. Aquellos que sí la superan deberán conseguir los fondos necesarios, conservando para el emprendedor la mayor parte de las acciones de la empresa que les permitirá el manejo y control de ésta.

Este es el aporte de capital más riesgoso, ya que se está apostando por una idea de éxito incierto, y no por una empresa ya consolidada y con historia.

---

<sup>3</sup> Plan de negocios: documento escrito en el que se plantean objetivos, metas, proyecciones, metodología y características de un proyecto, idea o negocio. Un plan es vital tanto para el potencial inversionista como para el emprendedor, ya que les ayuda a entender y estructurar mejor el negocio.

## **Capital Start-up**

Es el capital aportado a las empresas para que inicien sus operaciones productiva, administrativa y comercial. Aun no existe historial de ventas (Alée, 2002). En esta etapa las empresas suelen ser cobijadas por instituciones llamadas incubadoras las cuales además de entregarles el capital necesario, que puede ir desde los US\$ 3 millones a los US\$ 20 millones, también se les entrega apoyo en la gestión administrativa y accesoría legal.

El financiamiento es entregado por incubadores, programas de fomento estatal y capitales ángeles, y se realiza generalmente a cambio de una participación en la propiedad de la empresa. Los Fondos de Capital de Riesgo tiene escasa participación.

## **Capital de Desarrollo**

Se pueden diferenciar dos tipos de capitales de desarrollo. El primero corresponde al Capital de Desarrollo Temprano, que es el capital aportado a las empresas que ya llevan algún tiempo en el mercado y pueden demostrar que lo estipulado en su plan de negocios se esta cumpliendo en buena forma (éxito del producto). Este aporte de capital suele introducirse a partir del 2 año de operaciones de la empresa y se realiza a cambio de una participación en la propiedad de la empresa para aumentar la escala de producción y generalmente se materializa a través de fondos de Capital de Riesgo y socio estratégico.

El segundo corresponde al Capital de Desarrollo Ampliado y corresponde al una segunda ronda de financiamiento de la empresa en su etapa de crecimiento. Esto suele ocurrir a partir del quinto año de vida de la empresa, en una etapa donde la empresa ya debería estar cercana a su madurez y comenzara a entregar retornos a la inversión. Este capital puede ir destinado a la compra de nuevos activos, ampliación de las instalaciones, crecimiento a otros mercados o capital de trabajo. Es en esta etapa los Fondos de Capital de Riesgo propiamente tal siguen teniendo una activa participación en el financiamiento. Sin embargo, comienza a aparecer los bancos u otros acreedores (bonistas, proveedores, etc).

En ambos tipos, la intención de los inversionistas accionarios es entrar a la propiedad de la empresa, valorizarla y luego salirse a través de la apertura en bolsa como por ejemplo, una oferta inicial de acciones en la bolsa emergente.



## **Actores que participan en la Industria de Capital de Riesgo**

En general la literatura distingue tres actores o tipos de contratos en esta industria.

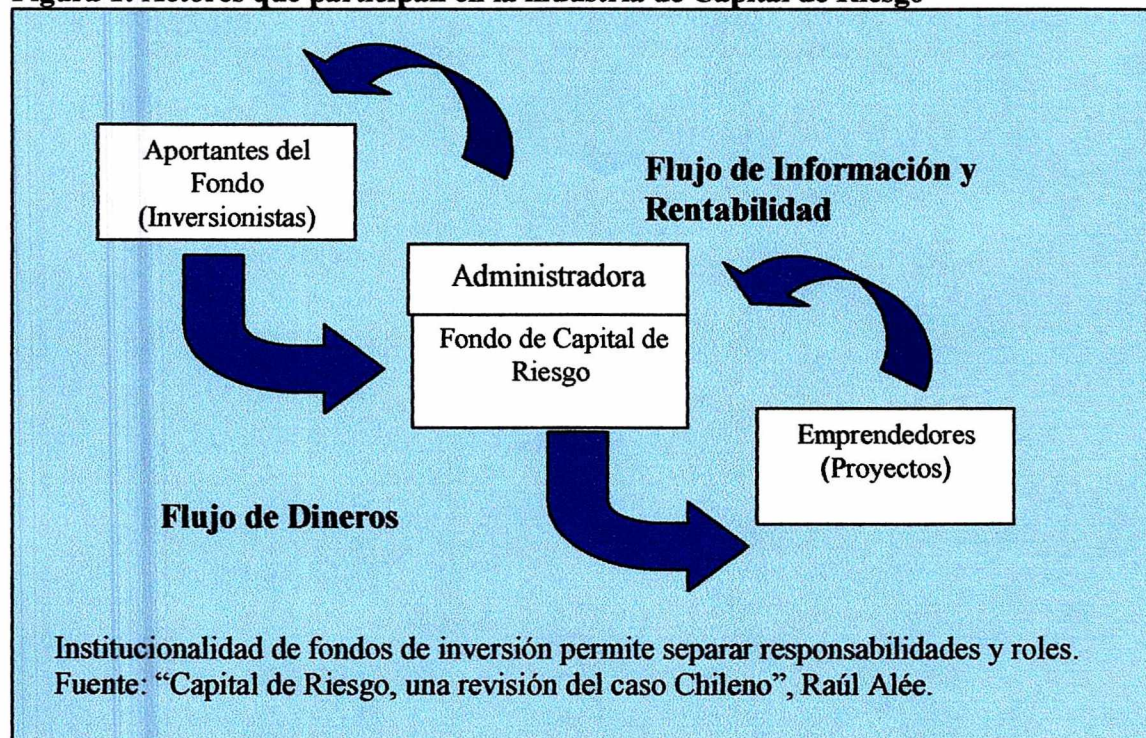
**Demandantes de fondos:** Son los emprendedores, aquellas personas que tienen ideas innovadoras o proyectos con un alto potencial de crecimiento, quienes buscan financiar estas ideas ya que carecen de recursos propios. Estos agentes del mercado son personas naturales o empresas gestoras del proyecto o idea y encargados de ejecutarlo.

**Oferentes de fondos:** Son inversionistas, ya sean privados o institucionales, que desean invertir en proyectos de alto crecimiento y que están dispuestos a arriesgarse en una empresa, con el objeto de obtener una alta rentabilidad una vez que las inversiones en la empresa sean liquidadas. En general, son aportantes o suscriptores de cuotas del fondo de inversión como personas naturales, Fondos de Pensiones, compañías de seguros, fundaciones, etc, que aportan los recursos de donde se obtiene el financiamiento para el proyecto. Los aportantes esperan recuperar el capital aportado más una ganancia de capital que compense el riesgo asumido y el costo de los recursos.

**Intermediarios:** administradoras de fondos, cuya función es colocar los fondos en proyectos. Estas administradoras diversifican el riesgo en varios proyectos, los evalúan, llevan a cabo la asistencia gerencial, comerciales, mantienen una red de contactos, oportunidades, etc. Las Administradoras cobran una comisión que esta generalmente

compuesta por una parte fija<sup>4</sup> y una parte variable en función de la rentabilidad del fondo.

**Figura 1: Actores que participan en la industria de Capital de Riesgo**



<sup>4</sup> Las Américas Emergentes 1,65% anual del valor del fondo más IVA.  
Sabco 1,5% anual del valor del fondo al cierre de cada mes, más IVA.  
Llaima 1,5% anual sobre el patrimonio diario del fondo, más IVA. No podrá exceder de UF 22.000 anuales más IVA.

## **Problemas que presenta la Industria de Capital de Riesgo**

Cuando se plantean necesidades de financiamiento es necesario pensar en las condiciones de mercado que originan el encuentro de oferentes de recursos (los inversionistas) y los demandantes de dichos recursos (las empresas emergentes). El financiamiento de los proyectos de inversión se logrará cuando se produzca el encuentro entre oferentes y demandantes en este mercado, al menor costo de transacción posible. Las características de las empresas emergentes y de los potenciales inversionistas en estos mercados hacen que surjan problemas estructurales que dificultan la canalización de recursos en forma relativamente eficiente y que justifican, en parte, el rol activo del Estado en estas materias, (Documento de trabajo SVS, 2000) tema tratado más adelante.

En primer lugar las **asimetrías de información** en este mercado que generan:

Problemas de elección: seleccionar los mejores proyectos y los mejores emprendedores que justifiquen la inversión inicial. Problemas de agencia: una o más personas denominadas como "el principal" encargan a otra persona denominada "el agente", la defensa de sus intereses delegando en ella cierto poder de decisión. En este caso hay dos situaciones:

1. Los inversionistas como principal y los fondos de inversión como agente.
2. Los fondos de inversión como principal y las empresas como agentes.

Es decir los fondos de Capital de Riesgo actúan como agente de los inversionistas y como principal de los emprendedores.

La divergencia entre los intereses de los agentes y de los principales da lugar a los denominados problemas de agencia. Los problemas de agencia surgen debido a la asimetría de la información, es decir, si el principal conociese exactamente todas las acciones del agente (o toda la información que éste posee), éste último no actuaría a favor suyo y en contra de los intereses de quien le paga, dado que el contrato reflejaría exactamente las compensaciones necesarias para que el agente actuara en beneficio del principal, a cero costo de seguimiento y aplicabilidad. Por tanto, no existirían problemas de agencia si fuese posible hacer cumplir las acciones del agente establecidas en el contrato, a un costo razonable. Pero esto, obviamente, es difícil de llevar a cabo en la práctica, debido a que el agente tiene acceso a una información que se encuentra fuera del alcance del principal (o al menos a un costo razonable). Esto significa que es relativamente costoso estipular y monitorear todas las reglas a seguir en el contrato, dado los distintos estados de la naturaleza que afectan al proyecto. Así, por ejemplo en el caso de la empresa, los emprendedores-administradores pueden estar tentados a actuar en su propio interés en lugar de hacerlo en beneficio de los accionistas (fondos). Esto implicará la necesidad de diseñar un sistema adecuado de incentivos, restricciones y penalizaciones con objeto de asegurarse de que los agentes actúan en sintonía con los intereses de los principales. Esto trae consigo los llamados costos de agencia. Esto es aplicable a las dos situaciones mencionadas anteriormente que se presentan en la industria de Capital de Riesgo.

**Selección Adversa:** Surge cuando el proveedor de fondos, ya sea en el caso del inversionista, situación (1) o del fondo situación (2) no es capaz de distinguir entre proyectos con diferentes niveles de riesgo en el instante de proveer fondos. A igual valor

esperado el inversionista preferirá los proyectos más seguros y el administrador los más arriesgados, si el primero es adverso al riesgo. Por lo que el que recibe el dinero intentará ocultar el verdadero riesgo, aprovechándose de la desinformación del inversionista

El inversionista ante esta situación exigirá una rentabilidad promedio del riesgo de mercado para este tipo de inversión, dado que éste sólo percibe el nivel promedio de riesgo, con lo que los que tienen proyectos con bajo riesgo-bajo retorno se retiran, quedando únicamente los proyectos más riesgosos.

También se dan problemas de **Riesgo Moral** en el caso de que los emprendedores (agentes) ocupen el dinero en un proyecto distinto al acordado con el principal.

Existe otro problema, llamado **Contratos Incompletos**. Por estar en un mundo con información imperfecta los contratos entre el agente y principal que estipulen los pagos al agente son imperfectos, ya que no cubren todos los posibles eventos o estados de la naturaleza, si los pagos son contingenciales al éxito del proyecto. La imposibilidad de cubrir todos los estados de la naturaleza se debe al impedimento de prever todos estos estados, lo costoso que resulta describir cada escenario factible y su posterior seguimiento. Por último, los contratos pueden ser tan complicados y engorroso que un tercero árbitro (como los tribunales de justicia) pueden no comprender a cabalidad dichos contratos. Esta situación deja vacíos en los contratos que pueden ser utilizados por el agente para obtener beneficios propios y a costa del principal.

Un segundo gran problema, vinculado al anterior, es la **dificultad de acceso a mecanismos de financiamiento tradicionales**, debido al problema de información

mencionado, a falta de garantías reales o bien a políticas conservadoras por parte de inversionistas institucionales.

Por último, las empresas emergentes que desarrollan procesos innovadores o nuevos productos, enfrentan cierto tipo de **comportamiento oportunista** ante quien recibe el proyecto por lo que al presentar un proyecto se debe consultar por las cláusulas de confidencialidad. Y por otro lado **externalidades** (positivas de producción) que se manifiestan en la apropiabilidad de los proyectos por parte de futuros entrantes en este mercado. Ello induce un subóptimo de inversión en procesos innovadores. Un adecuado marco de protección a la generación de ideas ayuda a reducir los problemas relacionados a este tipo de imperfecciones de mercado.

A continuación se identifican las barreras de entrada por el lado de la oferta y la demanda en cada etapa o tipo de capital:

#### **Capital Semilla y Capital Start-up:**

- Barreras para la oferta de fondos:
  - Empresa con bajos incentivos a destinar recursos a proyectos innovadores.
  - Pocos incentivos reales para la participación de familias o ángeles.
- Barreras para la demanda de fondos:
  - Bajo conocimiento de los emprendedores en la preparación y evaluación de proyectos.
  - Dificultad de establecer contactos con inversionistas.



- Universidades desligadas de la realidad empresarial, baja transformación de ideas en empresas. Falta un mayor enfoque en la forma de emprender.

- Excesiva aversión al riesgo, al fracaso del proyecto.

### **Capital de Desarrollo:**

- Barreras para la oferta de fondos:

- Estándares bancarios poco favorables para financiamiento a empresa sin historia.

- Instrumentos de fomento más ligados a Pymes que a innovación.

- Faltan incentivos a capitales extranjeros.

- Tributación aún poco incentivadora. (plazo de la exención del impuesto)

- Bajo conocimiento o educación en Capital de Riesgo por parte de los participantes en este mercado

- Excesiva aversión al riesgo de los inversionistas

- Regulación de los inversionistas institucionales debería estar más enfocada a la administración de riesgo, más que límites ad-hoc para invertir en Capital de Riesgo.

- Barreras para la demanda de fondos:

- Bajo estímulo a la instalación de emprendedores extranjeros.

- Tributación sin incentivo.

En síntesis, existen aspectos culturales que ponderan en exceso el riesgo y castigan el fracaso de los inversionistas, esto por el lado de los oferentes, pero esto también ocurre por el lado de la demanda, existe aversión al riesgo a las actividades innovadoras. Lo que indica que las herramientas que se entregan en la educación superior no necesariamente favorecen la creación de una cultura empresarial.

Segundo, encontramos restricciones legales que limitan la participación de ciertos inversionistas institucionales, tales como las Compañías de Seguros o los Fondos de Pensiones. Esta situación podría cambiar si la regulación privilegiara más la evaluación y administración de riesgos, controles internos, etc.

Se evidencia la falta de instancias formales de encuentro entre emprendedores e inversionistas y entre emprendedores y centros de investigación.

Hasta hace poco el sistema tributario chileno no constituía una variable facilitadora del flujo de recursos hacia actividades de Capital de Riesgo. A modo de ejemplo, las ganancias obtenidas antes de la salida o apertura en bolsa estaban afectas a ganancias de capital, aplicándoseles las tasas marginales de impuesto a la renta que enfrenta el emprendedor en esta instancia. Sin embargo, se dio un paso al otorgarse incentivos tributarios para la apertura en la bolsa emergente, al eximirse de impuesto a la ganancia de capital a los demandantes de las nuevas acciones, aún cuando falta definir en forma precisa como se determinará el precio de referencia de la acción, lo cual ha generado un poco de incertidumbre entre los agentes. No obstante, las empresas de los proyectos están sujetas al sistema tributario general.



Por lo que es necesario:

**Una buena formación que conlleve a una cultura emprendedora.** En cuanto a formación de emprendedores, las universidades muestran falencias en la poca preparación práctica, y en que a los ingenieros se les prepara para ser futuros empleados y obedecer órdenes, adaptarse a presupuestos y requisitos de diseño dictadas por una figura superior en vez de otorgar herramientas para la evaluación de proyectos toma de decisiones en proyectos innovadores.

Uno de los factores principales en el crecimiento económico de Chile en las últimas décadas ha sido la investigación y el desarrollo, como lo es la capacidad emprendedora, aún cuando no existen fuentes de financiamiento formales diferentes a las bancarias, lo que impide que se realicen los proyectos emprendedores. Lamentablemente, en Chile, el Capital de Riesgo está sesgado a etapas de desarrollo en vez de empresas nacientes.

**Qué existan mecanismos de salida para los inversores.** Es muy importante que las administradoras puedan salir de sus posiciones en empresas en que han invertido y poder liquidar los fondos. En Chile se creó en Noviembre del 2001 una bolsa de valores para empresas emergentes, en la que rigen las mismas normativas de control que exige la Superintendencia de Valores a las grandes corporaciones. La evolución que ha tenido esta bolsa a la fecha es muy pobre. Junto con la creación de esta bolsa se permitió la exención de pago de impuestos a los inversionistas que obtengan ganancias de capital durante los 3 años siguientes a que se abren las acciones a esta bolsa y hasta el

año 2006. En todo caso este incentivo está destinado para cualquier apertura en bolsa, independiente si es considerado de Capital de Riesgo o no.

**Que existan incentivos a las ganancias de capital en empresas nacientes.** Es de gran importancia un incentivo para las empresas que aún están lejos de abrirse a la bolsa, ya que hasta la fecha solo existen incentivos tributarios para las empresas que se abren a la Bolsa Emergente.

## **¿Porqué incentivar el Capital de Riesgo? Beneficios sociales que trae el Capital de Riesgo**

Es importante destacar que la inversión en Capital de Riesgo presenta claros beneficios sociales. Los más importantes a destacar son:

- Creación de nuevos puestos de trabajo.
- Genera nuevos nichos de mercado y valor agregado.
- Genera nuevas riquezas, disminuye la pobreza y mejora la distribución del ingreso.
- Mayor competencia en precio o calidad de productos
- Hacer llegar más trabajo a los estratos más afectados por el crecimiento lento que ha experimentado el país durante 6 años desde la crisis asiática. .
- Modernización de la base productiva del país.
- Aceleración de crecimiento de productividad.
- Mejor aprovechamiento de los jóvenes altamente calificados. Ampliar y diversificar exportaciones.
- Levantar actividad económica alrededor de las nuevas empresas y actividades afines
- Ampliar la base impositiva y la recaudación fiscal, bajo el supuesto de que las franquicias tributarias compensan el crecimiento de las compañías en impuesto a las utilidades y pago de IVA.

## **Rol del Estado: ¿Debe intervenir?**

Alberto Libedinsky, ex director de la Administradora de Fondos de Capital de Riesgo Orión (ex Estrella Americana), afirmó en un congreso de emprendimiento y Capital de Riesgo, que la industria ha requerido internacionalmente de esfuerzo del sector público y privado. “La intervención del Estado en esta industria se justifica, entre otros factores, por poseer un alto riesgo (no sistemático, es decir no diversificable, ya que es propio del tipo de empresas), elevados costos de transacción, imperfecciones en la operación de los mercados de capitales y por no existir un tamaño crítico adecuado.

El primer teorema del Bienestar Económico dice que el mercado asigna de manera eficiente los recursos siempre y cuando no existan Asimetrías de Información, Bien Público, Externalidades y prácticas no Competitivas. De lo anterior se deduce que la intervención del Estado en esta Industria se justificaría debido a la presencia de fuertes Asimetrías de Información y Externalidades<sup>5</sup> presentes que el mercado por si mismo no es capaz de solucionar satisfactoriamente, en el sentido de que todo proyecto innovador con VAN positivo debería tener financiamiento e incluso todo proyecto con VAN social positivo pero negativo desde el punto de vista privado justificaría el aporte estatal en fondos.

Sin embargo, toda participación estatal debe estar libre de lobby de grupos de presión que pueden privilegiar la participación del Estado en proyecto que no tiene claramente determinado un VAN social positivo sino más bien van en directa relación

---

<sup>5</sup> Por ejemplo, la literatura en Organización Industrial coloca un especial énfasis en los efectos positivos en la economía que puede tener la Investigación y Desarrollo de proyectos innovadores, como por ejemplo, nuevas tecnologías reductoras de contaminación.

con la reelección de los burócratas estatales. Esto se minimiza si la participación estatal en Capital de Riesgo no está tan centralizada (como el caso americano) o sujeta a un constante auditoria externa o escrutinio por parte de entidades independientes.

En el extranjero los programas estatales de los países exitosos se orientan a promover el desarrollo, atraer administradores calificados e inversionistas de riesgo, incrementar los retornos de los privados y reducir riesgos (seguros contra pérdidas, incentivos tributarios, aportes directos a las empresas, préstamos y garantías).

## **Capitales de Riesgo y Pymes**

Habitualmente el capital riesgo se entiende en un sentido muy estricto como nuevas inversiones en empresas de alta tecnología. Sin embargo, el capital riesgo no es sólo eso. Cualquier inversión de capital hecha con fines económicos y con la finalidad de generar utilidades, apoyadas en el valor añadido desarrollado es Capital de Riesgo. En este sentido, también es Capital de Riesgo invertir en una empresa desarrollada (como de hecho se hace actualmente) con el fin de incrementar el valor vía mejora de la gestión.

Las Pymes no cotizan en la bolsa por lo que no pueden acceder a financiamiento por esta vía, teniendo que optar a financiamiento por otras vía, como la banca, leasing o factoring. Otra vía es la de vender participación accionaria a otras empresas o privados, pero en forma cerrada y no abierta a la bolsa. También las fusiones y las adquisiciones, son métodos usados con frecuencia para poder continuar con la expansión de una empresa.

Sin embargo, en la actualidad y a medida que se ha ido desarrollando y madurando el mercado de capitales chileno, también ha surgido la opción para las pymes de optar a nuevos métodos de financiamiento y en especial al Capitales de Riesgo.

Pero cabe aclarar que no toda pyme puede optar a un Capital de Riesgo (a pesar de lo mencionado en el inicio de esta sección), ya que una de las principales características de los Capitales de Riesgo es la alta rentabilidad exigida a los proyectos (superiores al 30%) y la mayoría de las pymes son empresas con rentabilidades normales

(cerca al 10%). De este modo, difícilmente se podría considerar como Capital de Riesgo, el invertir en una panadería tradicional. Es por esto que la gran mayoría de los fondos de Capital de Riesgo, destinan sus recursos a áreas como la Tecnologías de Información y Comunicación (TIC), biotecnología, Alta Tecnología y en general todo lo relacionado a la innovación.

En el capítulo sobre la experiencia chilena quedará demostrado que a pesar de no poseer una rentabilidad de 30% y las características de altamente riesgosa, muchas pymes acceden a este tipo de financiamiento.

## **Rentabilidad de los Capitales de Riesgo**

Como se menciono anteriormente<sup>6</sup>, el Capital de Riesgo exige una rentabilidad promedio cercana al 30%, sin embargo esto va a depender del riesgo al que esta asociado el proyecto.

EE.UU. presenta rentabilidades promedio anuales de entre un 20% (Zider, 1998), y un 25% (Sahlman, 1990) cuando existen proyectos exitosos. Por ultimo, Tom Alberg de Seattle's Madrona Venture Group afirma que los inversionistas esperan un retorno entre el 35% y el 50%.

Durante el boom de internet, algunos inversionistas obtenían retornos de un 300%. Sin embargo en la actualidad las empresas de Capital de Riesgo que financias proyectos de alta tecnología, esperan un retorno promedio de 30% para los 5 primeros años y de un 22% a los 10 años de vida de la empresa, según Venture Economics.<sup>7</sup>

Pero estos retornos no siempre se logran. Por ejemplo, el segundo trimestre del año 2000, las inversiones con Capitales de Riesgo en EE.UU. alcanzaron un retorno de 3.9%, lo que era peor que mantener el dinero en el banco, ya que este daba una tasa anual de 5.88% para esa fecha. (Cook, 2000)

Pero puede ser peor aun. En EE.UU. la rentabilidad promedio de los fondos de Capital de Riesgo para el segundo trimestre del año 2001 fue de menos 18.2% y de 32.4% para el trimestre siguiente.

---

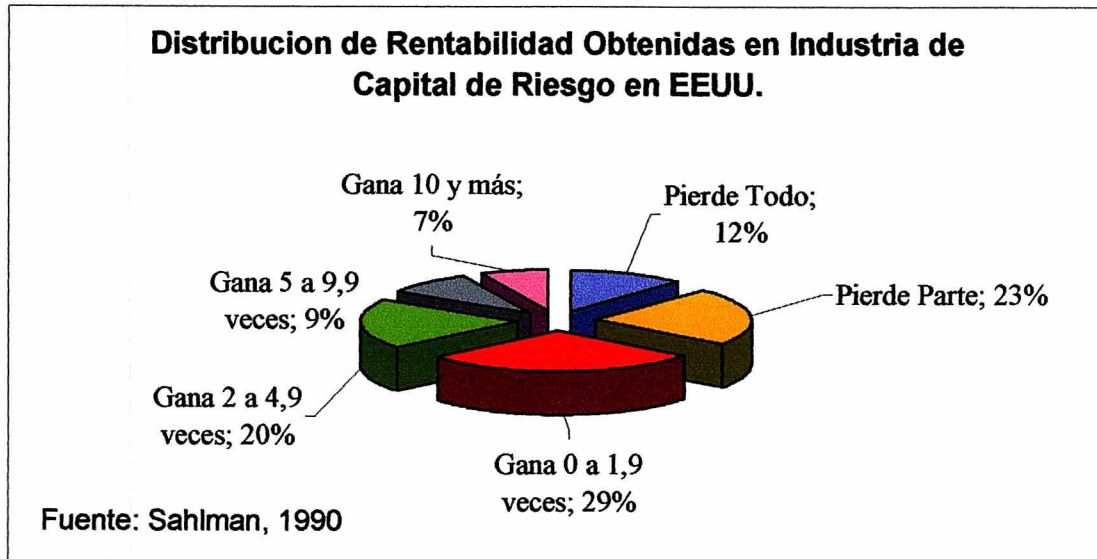
<sup>6</sup> Características del Capital de Riesgo, pag. 2

<sup>7</sup> [Http://www.ventureeconomics.com](http://www.ventureeconomics.com)



Entre un 20% y un 30% de los proyectos terminan en pérdidas, un 30% a un 40% apenas recuperan la inversión, y el resto genera ganancias que son entre 2 y 10 veces el monto invertido.

**Figura 2 Representación grafica de la distribución de rentabilidad obtenidas en la industria de Capital de Riesgo en EE.UU.**



**CAPITULO II**

**EVIDENCIA EMPÍRICA**

**INTERNACIONAL**

En este capítulo se mostrara evidencia empírica internacional en relación al Capital de Riesgo. Los países seleccionados son EEUU por ser uno de los países con más historia y desarrollo de este tema, Israel por se el país de la OECD con la mayor tasa de inversión per capita en Capital de Riesgo, Corea por el fuerte impulso que este tipo de inversión le dio al desarrollo tecnológico en ese país, siendo esta la principian fuente de crecimiento y desarrollo de la nación, y por ultimo, Portugal por ser un país con una baja tasa de este tipo de inversión, y principalmente por ser un país que presenta un desarrollo e historia algo similar a Chile.

Este capítulo fue realizado en base a estudios hechos por la *Organisation for Economic Cooperation and Development* (OECD). Los casos están analizados en cinco puntos específicos, de modo que su comparación y comprensión sea más fácil, estos son: Desregulación de la Inversión, Incentivos Tributarios, Programas Gubernamentales, Red de Inversionistas Ángeles y Mercado de Valores Alternativos.

## **EEUU**

La admiración mundial de la que goza EEUU en relación a su industria de Capital de Riesgo, es bien merecida. No solo por ser una de las industrias más antiguas y desarrollada, sino que también, por ser una de las más perfecta y robusta. Posee una vasta experiencia en el desarrollo de empresas a través de Capital de Riesgo, especialmente las relacionadas a la Alta Tecnología, en donde se pueden apreciar una extensa lista de resultados exitosos. La *National Venture Capital Association*, que es la asociación que representa a la industria de Capital de Riesgo de EEUU, posee 460 asociados en la actualidad.

Todo esto se a logrado gracias a una serie de factores, en donde destacan principalmente el rol que a desempeñado el gobierno a través de incentivos tributarios y desregulaciones a la inversión, la gran red de inversionistas Ángeles, los inversionistas institucionales, principalmente los Fondos de Pensiones y el desarrollado y sólido Mercado de Valores Emergentes.

### **Desregulación a la Inversión**

En el año 1978, el gobierno decide modificar la regulación a la cual estaban sujetos los Fondos de Pensiones, permitiéndoles destinar parte de sus recursos a Capital de Riesgo. Esto significo un gran impulso a la industria lo que se tradujo a que en la actualidad, más del 7% de los recursos de los Inversionistas Institucionales (fondos de pensión y compañías de seguro), están destinados a Capital de Riesgo. Ampliamente superior al casi 1% que poseen en promedio los restantes países de la OECD.

Por otro lado, en 1999 se modifican las reglas de inversión de las instituciones financieras, a través del *Financial Modernisation Act* se alinean las normas para los bancos, compañías de seguros y firmas de valores.

### Incentivos Tributarios

La Industria de Capital de Riesgo en EEUU cuenta con dos tipos de incentivos tributarios, destinados a promover este tipo de inversión.

La primera corresponde al más común y utilizada dentro de los países de la OECD, que es la excepción de impuesto a las ganancias de capital. La disminución a las ganancias de capital fue un fuerte empuje para la industria estadounidense, si se considera que paso de un 49% en 1978 a un impuesto por tramos con un mínimo 20% entre 1981 y 1986. Pero en el año 1986 se dicta la *Tax Reform Act* en la cual se unifican todos tramos y se unifican en una sola tasa a la ganancia de capital de un 33%.

El segundo son incentivos fiscales específicos, que se dan más a nivel de estado que en todo el país. De esta forma, se ha creado uno de los incentivos fiscales más importantes y significativos de todos los países de la OECD. En este se establece que empresas pueden optar a un *Certified Capital Companies* entregado por CAPCO, que es una entidad sin fines de lucro destinada a proveer Capital de Riesgo a negocios locales calificados, de modo de incentivar la creación de nuevos empleos. A través de este se entrega un crédito impositivo de ente 100% y 120% del monto que las compañías de seguros inviertan en empresas certificadas CAPCO.

### Programas Gubernamentales

EEUU cuenta con una de las Industrias de Capital de Riesgo más antigua del mundo, que data del año 1946 cuando empresas muy riesgosas y pequeñas, empezaron a vender productos de Alta Tecnología que habían creado para la Segunda Guerra Mundial. El gobierno decide apoyar a estas empresas y es de esta forma que en 1958 crea la primera iniciativa directa de apoyo a la industria de Capital de Riesgo, el programa *Small Business Investment Company* (SBIC) que contaba con apoyo financiero federal. Este programa también sirvió para capacitar administradores de riesgo y da el primer impulso a la creación de los fondos privados. Pero durante la década de los setentas y ochentas, se dan una serie de problemas de incentivos al monitoreo de las inversiones, que llevaron al colapso de las SBIC. En 1992, a través del *Business Equity Enhancement Act* se elimina el programa y el gobierno pasa a formar parte de la industria a través de la *Small Business Administration* (SBA) y su participación en los programas de riesgos y beneficios.

El gobierno a puesto un especial énfasis en lo que es el desarrollo tecnológico y para esto a desarrollado una serie de programas destinados a entregar capital semilla a empresas de alta tecnología. Los programas de apoyo al desarrollo tecnológico son:

- *Small Business Innovation Research* (SBIR), creado en 1982, esta orientado a facilitar la participación activa de pequeñas empresas en Innovación y Desarrollo. Este programa entrega sobre US\$ 1000 millones a pequeñas empresas para que desarrollen innovación de alto riesgo.

- *Small Business Technology Transfer (SBTT)*, creado en 1992, ayuda a aumentar la I&D conjunta publico-privada. Entrega hasta US\$ 100.000 para la realización de estudios de factibilidad y hasta US\$ 500.000 para las próximas investigaciones.

- *Advance Technology Program (ATP)*, creado en 1988, facilita fondos entregados por sus asociados para la I&D tecnológico de alto riesgo. Entre 1990 y 2002 ATP entrego cerca de US\$ 2.000 millones, donde casi la mitad eran para pequeñas empresas, los que fueron unidos a más recursos entregados por privados.

También los estados han tenido un importante rol en el desarrollo de Capital de Riesgo, creando sus propios programas de ayuda. Entre los que más destacan, están:

- *Massachusetts Technology Development Corporation (MTDC)*, creado en 1978, esta destinado a generar empleo en áreas con base tecnológica. Entrega entre US\$ 250.000 y US 500.000 a empresas de tecnología, generalmente en las etapas más iniciales, como capital semilla. Las empresas son apoyadas y mantenidas por la corporación por un periodo de ente 7 a 10 años y luego generan una Oferta Publica de Acciones. Hasta el momento se ha entregado unos US\$ 57 millones en 109 empresas.

- *California Emerging Ventures (CEV)*, creado en 1998 por el *California Public Employees Retirement System*. Este estructurado como un fondo de fondos y ha invertido sobre US\$ 2.000 millones en etapas iniciales de

empresas con requerimientos de Capital de Riesgo. También poseen el *California Technology Investment Partnership* que provee subvenciones a empresas tecnológicas. Y por ultimo, esta el *California Biotechnology Program* que entrega Capital de Riesgo para la I&D de biotecnología, con montos cercanos a los US\$ 500 millones.

- *New York State Venture Capital Investment*, creado en 1999 por el *Common Retirement Fund*. Dentro de este programa esta desarrollado el *Small Business Technology Investment Fund*, el cual hace inversiones de Capital de Riesgo en etapas iniciales para empresas con productos innovadores. El fondo aporta un 75% del capital que se necesita y el resto debe ser puesto por privados o fondos federales distintos a los del estado de Nueva York. El fondo entrega montos entre US\$50.000 y US\$ 500.000. También tienen el fondo llamado *Emerging Industries Fund*, el cual esta orientado a empresas con un alto riesgo y alto potencial de crecimiento. El fondo posee recursos por US\$ 25 millones y esta orientado a entregar capital semilla a empresas del área de internet, biotecnología, software y telecomunicaciones.

### Red de Inversionistas Ángeles

Las primeras redes de inversionistas Ángeles en EEUU se crearon alrededor de los polos tecnológicos del país a mediados de la década de los noventa, y una de las primeras fue *Band of Angels* en Silicon Valley. Luego comenzaron a crearse una serie de entidades sin fines de lucro que tenían como objetivo hacer de puente entre los emprendedores y los inversionistas Ángeles. En la actualidad existen 33 redes de inversionistas Ángeles, siendo alguna de las más importantes: ACE-Net, Angels With



Attitude, Investors' Circle, University Angels, The Tribe of Angels, Gathering of Angels.

La SBA crea la *Angel Capital Network* o ACE-Net en el año 1995, con el objetivo de reunir inversionistas individuales, SBICs e inversionistas institucionales de Capital de Riesgo, con empresas que se encontraban en las primeras etapas de crecimiento. ACE-Net entrega recursos entre los US\$25.000 y US\$5 millones y cuenta con 359 inversionistas Ángeles asociados. En el año 2001, ACE-Net es privatizada debido a que el rol de gobierno dentro de ella que estaba cumplido.

Según la SBA, los inversionistas Ángeles invierten 8 veces más que los inversionistas profesionales de Capital de Riesgo (Kingsley, 1999). De esto se a dado cuenta y eso que a creado y financiado una gran cantidad de redes de inversionistas Ángeles.

#### Mercado de Valores Alternativo

La creación en el año 1971 del *Nacional Association of Securities Dealers Automated Quotation* o NASDAQ, ha sido una de los más grande éxitos logrados por la industria del Capital de Riesgo en EEUU. La Oferta Publica Inicial de Acciones (OPIA) en el NASDAQ, a sido la estrategia de salida más usado por los inversionistas.

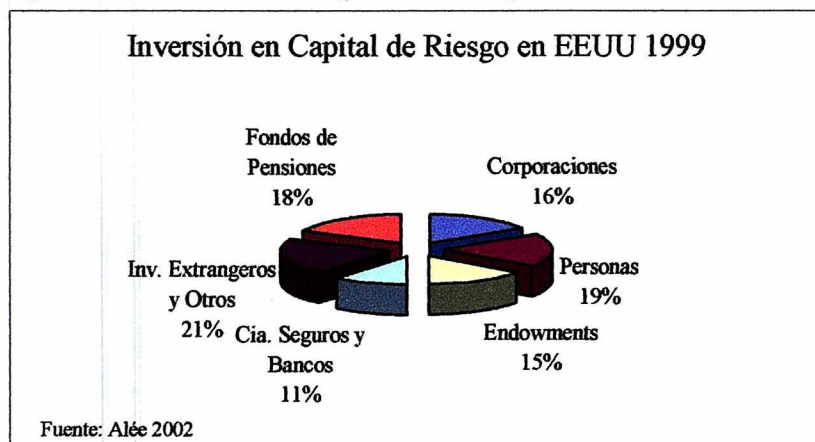
El NASDAQ es por lejos el Mercado de Valores Alternativo más exitoso, importante y sólido de todos los países de la OECD. En ella no solo se listan empresas Estadounidenses, sino que también lo hace empresas de muchos países del mundo, en especial de la OECD. Como ejemplo de esto esta la gran cantidad de empresas Israelíes

que participan de este mercado, o las empresas Coreanas que han optado por este mercado. En la actualidad poseen cerca de 3800 empresas y la capitalización de mercado llega a cerca de 17% del GDP. Su máximo lo alcanzo el año 1999 con 5000 empresas y sobre 50% del GDP.

Las empresas que se listas en NASDAQ están exentas de impuesto al fusionarse o ser adquiridas por empresas de mayor tamaño.

Sin embargo, no todo es éxito en NASDAQ. La segunda mitad de la década de los noventa vivió lo que actualmente se conoce como “El Boom Punto com. Se vio crecer fuertemente la industria tecnológica, impulsados principalmente por las nuevas empresas de internet. En el año 2000, esto alcanzo su peak, llegando las OPIAs a US\$22 billones, más del 50% del total. A mediados de ese año, la avalancha de éxitos decayó y muchas de estas empresas quebraron y muchas otras fueron adquiridas por otras empresas más grandes, pagando en algunos casos un quinto de lo que valían hace unos pocos meses atrás. Esto demostró la fragilidad del mercado tecnológico, donde su principal modo de financiamiento es el Capital de Riesgo.

**Figura 3: Inversión en Capital de Riesgo en EEUU 1999**



## Israel

Israel tiene un alto porcentaje del PIB invertido en Capital de Riesgo, mayor que cualquier otro país de la OECD. La mayoría de los Capitales de Riesgo israelíes, están destinados a las primeras etapas de las compañías, en especial Star-up en sectores de información, comunicación tecnológica y biotecnología. La industria de Capital de Riesgo israelí fue construida en base a fondos gubernamentales, a través del YOZMA Group, el cual apalancaba financiamiento desde corporaciones e instituciones extranjeras.

Actualmente se trabaja en mantener los fondos de Capitales de Riesgo privados en empresas semillas. Esto a través de nuevos incentivos a los inversionistas extranjeros y locales, como los beneficios tributarios, ampliación de oportunidades para inversionistas institucionales y reformas a la bolsa de valores de Israel. Se esta tratando de reducir la dependencia en el pequeño grupo de Capitales de Riesgo que actualmente existen.

## Desregulación a la Inversión

Las grandes instituciones de inversión locales, como son los Fondos de Pensiones y seguros, han estado sujetas a fuertes restricciones en cuanto a la inversión en Capital de Riesgo. En Israel el año 1990, solo un 0.2% de sus inversiones fueron destinadas a inversión en Capital de Riesgo, a diferencia de EEUU o países Europeos donde se destina entre 3% y 5%.

Para esto se ha estado trabajando en disminuir las normas de inversión de estas instituciones, de modo de generar una mayor liquidez en el sector.

También el gobierno creará fondos de respaldo a la inversión en Capital de Riesgo, de modo de disminuir la en riesgo de este sector.

### Incentivos Tributarios

En julio del 2002, se aprobó una reforma en la cual se exime de forma permanente, los impuestos a las ganancias de capital para las inversiones extranjeras destinadas a Capital de Riesgo y Start-up de alta tecnología.

En estos momentos se está trabajando en una nueva reforma tributaria en la cual se extendería este beneficio a los inversores locales, debido a que una gran cantidad de estos están desviando su inversión a países como EEUU, donde cuentan con mejores incentivos tributarios, o similares a los que existen en su país, pero donde solo pueden optar inversionistas extranjeros.

### Programa de Equidad

En el pasado existieron 2 importantes programas de equidad, creados por el gobierno Israelí, con los cuales se buscaba incentivar la inversión en la industria de Capital de Riesgo. El primero fue el programa de equidad YOZMA, el cual fue creado en 1993. YOZMA invertía en Start-up israelíes y creó una serie de incubadoras público/privadas creadas por fondos de inversión estadounidenses. YOZMA entregaba hasta un 40% del capital invertido por el fondo, el cual debería ser devuelto en un plazo

no mayor a 7 años, donde se cobraría el valor inicial más un interés. YOZMA existió hasta 1998 y llegó a manejar fondos por US\$ 250 en 1996.

El programa INBAL corresponde a un fondo de equidad de garantías y fue creado por el gobierno en 1991. INBAL entregaba hasta un 70% de garantía a los inversores en fondos de Capital de Riesgo israelíes. A través de este programa se crearon cerca de 6 fondos de inversión, los cuales manejaban recursos por casi US\$ 20. Sin embargo, este fondo desapareció con el tiempo.

Lo último realizado en relaciona este tema fue la creación por parte del gobierno, de un fondo similar a YOZMA pero en escala muy inferior, llamado Seed Fund, y cuenta con recursos por US\$ 11 para invertir en Start-up. Este fondo apalanca el 50% del Capital de Riesgo privado y es dueño de la misma cantidad de la empresa, sin embargo, no tiene derecho a designar directores o participar en su administración. Después de 5 años, los privados pueden decidir si compran la parte perteneciente al gobierno, pagándole lo que pago inicialmente más un interés.

### Red de Inversionistas Ángeles

La mayoría de los Capitales de Riesgo israelí viene de inversores locales y estadounidenses. El gobierno entrega incentivos a los inversionistas ángeles como incentivos tributarios o creando lazos entre las Pymes y fondos de inversión, con inversionistas institucionales extranjeros o multinacionales. Muchos fondos israelíes de Capital de Riesgo, han establecido sedes en EEUU y Europa, de modo de tener una relación más directa con los inversionistas de estos países. El gobierno ha ayudado a estas empresas, creando acuerdos internacionales en Investigación y Desarrollo, con lo

cual se ha logrado financiar cerca del 40% de las empresas israelíes listadas en NASDAQ.

El gobierno también entrega capacitación a microempresas de modo de mejorar la empresa y lograr llamar la atención de inversionistas ángeles. Por otro lado, ha entregado apoyo a un gran número de incubadoras tecnológicas, entregándoles apoyo financiero, instalaciones y consejos, a científicos y emprendedores de pequeñas empresas.

En general, el gobierno israelí se ha preocupado de entregar todo el apoyo necesario a los emprendedores, de modo de preparar de la mejor forma posible las pequeñas empresas, e insertarlas en una amplia red de contactos de inversionistas ángeles, en donde son muy admiradas por su calidad de gestión.

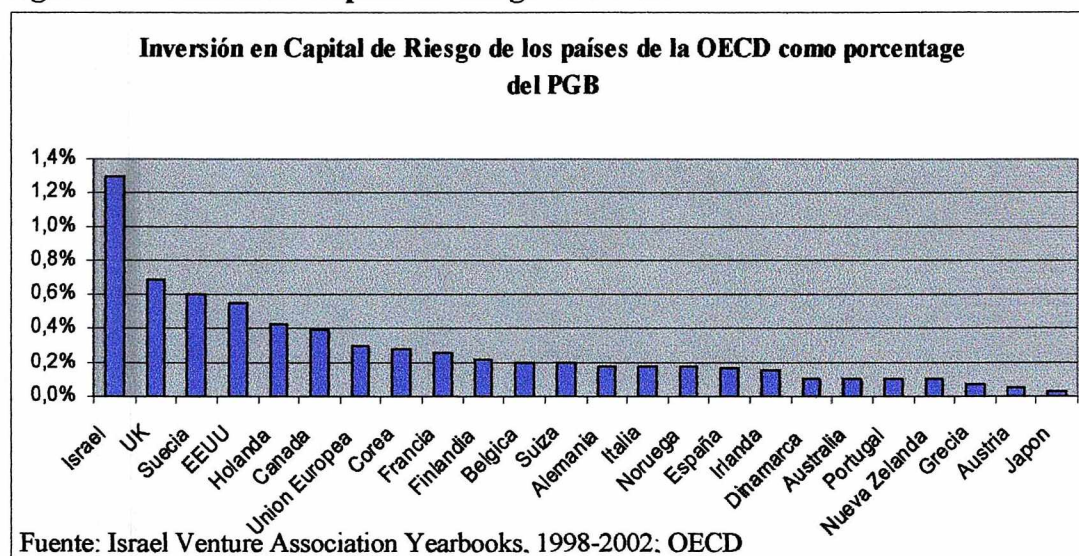
### Reforma de la Bolsa de Valores

La bolsa de valores de Israel, conocida como Tel Aviv Stock Exchange (TASE), a presentado históricamente muy poca liquidez a las empresas con base tecnológica. Es por esto que la mayoría de estas empresas, han optado por buscar financiamiento y liquidez en países europeos y EEUU. Hasta en momento, más de 150 empresas israelíes de tecnología, se han abierto en los principales mercados de EEUU y en la actualidad, existen cerca de 30 empresas que son transadas todos los días, haciendo de Israel, el segundo país con mayor presencia, después de Canadá.

Por esto, en el 2000 la justicia de Israel permitió a las empresas listarse en forma simultanea en TASE y EEUU. Sin embargo, en la actualidad se estudia una nueva

reforma al mercado de capitales israelí, de modo de lograr potenciar la TASE y facilitar a las Pymes que buscan liquidez y capitalización, la entrada a esta.

**Figura 4: Inversión en Capital de Riesgo en OECD**





## Corea

La industria del Capital de Riesgo local, ha crecido en forma abismarte durante la última década, desde una casi inexistente industria en el principio de la década de los 90. Corea es actualmente uno de los países líderes de la OECD en inversiones de Capital de Riesgo, alcanzando un peca en el año 2000 con un 0.68% del GDP y se estima que desde el año 1998 cerca de 3000 empresas han recibido Capital de Riesgo.

Para que una empresa pueda acceder a Capitales de Riesgo debe ser considerada un “*Venture Bussines*”, figura legal introducida en 1997 y en las cuales eran elegidas por inversionistas de *Venture Capital Firms* (VCFs) y *Limited Partnerships Funds* (LPFs). Las firmas deben cumplir a lo menos uno de las condiciones exigidas, que son:

- a) Invertir en expansión o crecimiento a lo menos 10% del capital por al menos 6 meses,
- b) Invertir en investigación y desarrollo (I&D) a lo menos 5% de las ganancias y c)

Venta de productos incorporando derechos de patentes.

Corea pudo salir cubrirse de la severa crisis financiera de 1997-1998 al reducir la influencia de grandes corporaciones en su economía y darles un rol más significativo a las Pymes con orientación tecnológica.

El Capital de Riesgo coreano esta orientado principalmente a la etapa de Start-up en alta tecnología, el cual obtuvo el 64% de las inversiones de riesgo en el año 2001.



### Desregulación a la Inversión

El año 1997 la ley liberalizo la regulación de las inversiones de los bancos y fondos de pensiones, permitiéndole invertir en Capitales de Riesgo. Los banco podían invertir libremente en Capital de Riesgo, sin embargo los fondos de pensión no lo podían hacer del todo, pero en el año 2001 la ley fue nuevamente revisada y se les permitió a los Fondos de Pensiones invertir libremente en VCFs y LPFs.

Las pequeñas empresas fueron especialmente afectadas con la crisis financiera de 1998, declarándose en bancarrota cerca de 23000 firmas. El gobierno le solicito a los bancos que refinanciaran las deudas de estas empresa y les solicito a las grandes compañías, de modo de reducir el riesgo financiero del sistema.

Uno de las grandes deficiencias que tenia Corea en relación al Capital de Riesgo, era que la inversión extranjera en esta materia era bastante nula, sin embargo, esto a comenzado a cambiar a partir de la eliminación de la ley que establecía un techo máximo a la inversión extranjera en empresas locales de Capital de Riesgo. De hecho, el número de restricciones disminuyo de 27 en 1997 a 2 en el 2001.

### Incentivos Tributarios

A fines de la década de los 90, el gobierno coreano creo una serie de beneficios tributarios destinados a las inversiones en Capital de Riesgo. Destacaban entre ellas la reducción en el impuesto a la renta y la eliminación del pago de impuesto a las transacciones y ganancias de capital. Con estos cambios, se puede deducir hasta un 15% del pago de impuesto a la renta, de modo de invertirlo en Capital de Riesgo,

manteniendo esta inversión por al menos 5 años, a demás de quedar exento del pago de impuesto de los dividendos pagados por las firmas. Además, las VCFs y LPFs, estaban exentas del pago del impuesto corporativo, por las ganancias de dividendos de empresa Start-up o Venture Businesses. Las VCFs podían deducir hasta un 50% de las pérdidas de las inversiones de capita de riesgo, de su impuesto corporativo.

### Programas de Crecimiento

Durante el año 1999, Corea entrego, a través de un fondo público de Capital de Riesgo, cerca de US\$850 millones (KRW 1 trillon) con el objetivo de ayudar a empresas emergentes, de este modo 10000 firmas fueron beneficiadas. En la actualidad, esto se mantiene en niveles muy similares.

En el 2001 se crea el *Dasan Venture* que es un fondo gubernamental de capital de Riesgo, destinado a invertir en pequillas empresas en estado Start-up, en conjunto con incubadoras privadas.

El gobierno también se a preocupado de entregar seguridad a los inversionistas a través de garantías estatales, de este modo el Technology Credit Guarantee Fund (TCGF), entrega garantías entre 70% - 100% de la inversión en Capital de Riesgo, así como también, un 100% de garantía sobre las obligaciones primarias de ciertas empresas.

### Red de Inversionistas Ángeles

En el año 2001, existían cerca 33 asociaciones de Inversionista Ángeles y en total se estima un algunos miles el número de inversores individuales. Estos destinaron cerca de US\$200 millones (KRW 241 billones) de sus recursos, en empresas emergentes.

Por otro lado, el gobierno está creando Angel Investment Mart, la cual se dedicará a juntar a empresas Start-up, inversionistas ángeles y el programa VCFs.

### Bolsa Emergente

En 1996 se crea una bolsa de valores para empresas nuevas de Alta Tecnología, debido a que la existente, Korean Stock Exchange (KSE), está reservada solo a grandes compañías. Korea Securities Dealers Automated Quotation (KOSDAQ), es el nombre de este nuevo mercado accionario y a diferencia de KSE, presenta muy pocos requerimientos para listarse, así como muy pocas obligaciones para mantenerse.

Durante el boom tecnológico entre 1998 y 2000, se pasó de 359 a 721 empresas registradas, un número bastante inferior al NASDAQ estadounidense, pero muy por encima del resto de los países de la OECD, incluso más que Inglaterra.

Entre 1998 – 2001, la oferta pública inicial en el KOSDAQ totalizó cerca de US\$5100 millones (KRW 6 trillones) y se transaron alrededor de US\$9700 millones (KRW 11.4 trillones).

## **Portugal**

Portugal tiene una de las industrias de Capital de Riesgo más pequeña de la OECD, siendo entre 1999 – 2002, casi un 0.09% del GDP (gross domestic product). La inversión está dirigida principalmente a la etapa de desarrollo o expansión de empresas manufactureras de bienes de consumo primario. Actualmente se trabaja en una reforma al mercado de capitales, que incluye ayuda gubernamental a fondos de inversión privados entregándoles apalancamiento e incentivos tributarios, modo de promover esta alicaída industria. Pero a parte de esto, se ha criticado la falta de una cultura de inversión menos adversa al riesgo y la falta de acercamiento a los flujos de Capital de Riesgo extranjeros.

### **Desregulación a la Inversión**

Desde el año 2002 se esta trabajando en el proyecto de ley específicamente para la industria del Capital de Riesgo, llamado *Decreto Lei No. 319/2002*, el que busca clarificar y simplificar las regulaciones gubernamentales de la industria. En la actualidad, el sistema de los fondos de inversión son muy complejos y requieren de inversiones mínimas de EUR 3 millones, además de beneficios tributarios muy poco convenientes, lo que deja fue a todo tipo de capital ángel o semilla.

El nuevo decreto esta basado en la ley española, junto con extensiones de la ley francesa e inglesa. Con esta se elimina el actual *Fundos de Reestruturação Empresarial* (FRIE), y se crean dos nuevas entidades, *Sociedades de Capital de Risco* (SCRs) y *Fundos de Capital de Risco* (FCRs).

Otra medida importante fue la determinada en Diciembre del 2002, en donde se establece que los fondos de pensión podrán destinar hasta un 15% de sus recursos a Capital de Riesgo, monto que hasta antes de esa fecha tenía un límite de 3%. Las empresas de seguros aun mantienen el antiguo límite de 3%, pero se esta estudiando su aumento a un 15%.

### Incentivos Tributarios

La nueva ley ha introducido importantes cambios tributarios, a través de SCRs y FCRs, y también han la disminución a las ganancias de capital para los individuos. Con esto se busca disminuir el riesgo y aumentar la inversión extranjera. Las ganancias de capital en inversiones hechas a través de SCRs, están libres de impuesto por plazos de entre 1 y 10 años, mientras que los dividendos mantienen la tasa de un 32%, a no ser de que estos sean reinvertidos en la empresa. Los FCRs están exentos del pago de impuestos a las ganancias de capital y dividendos, mientras que los inversionistas que participen en los FCRs tienen una excepción de impuestos sobre el 50% de las ganancias de capital de corto plazo.

### Programas Gubernamentales

En 1986 se crea el primer programa de Capital de Riesgo, por parte del gobierno portugués, conocido con el nombre de *Programa Específico de Desenvolvimento de Industria Portuguesa 1* (PEDIP 1). A través de este programa, los fondos eran distribuidos por el *Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas* (IAPMEI), a dos firmas gubernamentales de Capital de Riesgo, llamadas *PME Capital* and *PME Investimentos*.

Entre 1994 y 2000 se desarrolla el PEDIP 2, destinado a incentivar la inversión privada en Capital de Riesgo. Y a partir del año 2000 y hasta el año 2006, se desarrolla un nuevo programa del gobierno portugués de modo de estimular la economía local y dentro de la cual se encontraba la industria del Capital de Riesgo. Este nuevo programa se conoce como *Programa Operacional da Economia* (POE). La parte del programa que está dedicado al Capital de Riesgo, establece que las ayudas están dedicadas a Pymes que aún no trancan en la bolsa.

El POE cuenta con recursos por EUR 155 millones, y los divide en EUR 79 millones para *PME Capital* y EUR 76 millones para *PME Investimentos*. La ayuda está destinada a empresas con alto potencial de crecimiento en todos los sectores, pequeñas empresas textiles que buscan revitalizarse o internacionalizarse, empresas de Tecnología de Información y comunicación (TIC), electrónica y sector cultural, y Start-up, buy-outs y refinanciamiento o revitalización de pequeñas empresas con alto poder de crecimiento.

POE también cuenta con otros dos programas. Programa de Nuevas Empresas de Soporte Tecnológico, que entrega capital semilla para proyectos de Investigación y Desarrollo (I&D). Y el Instituto de Financiamiento y Apoyo al Turismo.

### Red Inversionistas Ángeles

En Portugal existe una red de inversionistas ángeles muy limitada y poco desarrollada. Esto principalmente por que no existen incentivos fiscales para que inversionistas individuales se interesen en pequeñas empresas, por que solo verían beneficios tributarios a largo plazo, a pesar del alto riesgo que están tomando. La *Associação Portuguesa de Capital de Risco*, creada en el año 2000, actualmente se

encuentra desarrollando una red de inversionistas ángeles y creando eventos para sus asociados.

### Bolsa de Valores Alternativa

La bolsa de valores de Portugal, *Euronext Lisbon*, es muy pequeña y cuenta con muy poca liquidez, además de no contar con una bolsa alternativa para la apertura y transacción de pequeñas empresas. El gran problema, que a traído esto, es que el no contar con una bolsa para empresas pequeñas y/o emergentes, se está limitando la más importante forma de salida de los inversionistas de Capital de Riesgo, lo que crea una indeseable barrera de salida artificial.

Sin embargo, la idea se ha estado evaluando desde antes de la década de los 90 y su discusión continúa en la actualidad.

## **CAPITULO IV**

### **LA EXPERIENCIA CHILENA**



La industria de Capital de Riesgo en Chile es relativamente nueva y ha tenido un desarrollo muy lento. En Estados Unidos las primeras iniciativas comenzaron en la década del cuarenta, en cambio en Chile recién se empezó con tímidas iniciativas a mediados de los 80, como INDES, "Capitales e Inversiones SA" y por la CORFO, (que creó un Comité de Inversiones en Pequeñas Empresas para la aprobación de inversiones en Capital de Riesgo), pero realmente comenzó en 1989 cuando se promulga la ley 18.815, que da origen al marco legal para la creación de los fondos de inversión y sus administradoras.

Con esta ley se amplía la gama de instrumentos de oferta de fondos, entre los que se encuentran las inversiones en Capital de Riesgo. En ella se creó el concepto de Fondos de Inversión para el Desarrollo de Empresas (FIDE) que empezó a funcionar en 1991.

El objeto de los FIDES era principalmente la inversión de sus recursos en acciones, bonos, comerciables u otros títulos de deuda cuya emisión no haya sido registrada en la Superintendencia de Valores y Seguros, lo que forzaba a estos fondos a realizar inversiones exclusivamente en empresas emergentes y cerradas.

Las características legales de estos fondos les permitían tener como aportantes a los Fondos de Pensiones, a través de las decisiones que toman sus administradoras (AFP), lo que posibilita que se canalicen parte de los grandes recursos que administran estas instituciones hacia esta industria. Aún cuando no todas las inversiones de estos fondos se pueden catalogar como Capital de Riesgo, su sola constitución representa un avance fundamental hacia la formación de una industria de Capital de Riesgo en Chile.

Sin embargo, se dice que los Fondos de Pensión han sesgado el Capital de Riesgo hacia empresas más seguras que riesgosas, por ende a empresas con historia, dado el efecto manada que afecta a estos inversionistas institucionales.

Además, con la proliferación de los fondos de inversión se formaron paralelamente fondos privados destinados a las inversiones en Capital de Riesgo (Penta Capital de Riesgo es uno de ellos). Esto se tradujo en un aumento del capital disponible para invertir en nuevas empresas.

Continuaron los intentos de reactivar esta industria, aminorando la excesiva regulación a través de la ley de OPAS, donde aparecen los “Fondos de Inversión Privados” y se otorga a los privados la creación de reglamentos internos que regulan el financiamiento de los fondos. A partir de este momento, deja de existir la obligatoriedad de denominarse FIDES a los fondos de Capital de Riesgo, sin embargo, hasta el día de hoy siguen existiendo fondos que se autodenominan FIDES.

Luego de diez años de desarrollo de la industria, el 2001 se promulga la “Ley de Mercado de Capitales I”, la que crea la Bolsa de Valores Emergentes, con el fin de facilitar la estrategia de salida al abrirse a la bolsa. Además, establece una exención del pago de impuesto por la ganancia de capital generada por los 3 años siguientes a la apertura a la bolsa, con término al año 2006.

El 30 de junio del 2003 se lanza la Segunda Reforma al Mercado de Capitales (MKII)<sup>8</sup>, el cual entrega incentivos tributarios a las ganancias de capital y el traspaso de rentas exentas, los incentivos a los inversionistas mediante sistemas de garantías

---

<sup>8</sup> Ver Mercado de Capitales II, pág. 54.

estatales e internacionales. Por otra parte un mejoramiento del control y transparencia para hacer más eficiente y competitiva esta industria.

## **Reforma al Mercado de Capitales II**

### **Incentivos Tributarios**

**Ganancia de Capital:** Se eximirá en forma “temporal” a los tenedores de acciones de sociedades que “cumplan con ciertos requisitos de formación preliminar de precios”, enajenen sus acciones en bolsa o vendan a una persona no relacionada a los principales accionistas de la sociedad, del pago de impuesto a la ganancia de capital.

La ganancia de capital exenta tendrá un límite de UF20.000 por accionista incluyendo sus relacionados.

**Traspaso de rentas Exentas:** Los ingresos por rentas exentas de impuestos de los activos de los fondos de inversión podrán ser traspasados a los tenedores de cuota del fondo. De manera de eliminar la distorsión tributaria que desfavorecía la inversión, dado que los fondos no pagaban impuestos pero si los inversionistas en éstos.

### **Nueva Organización Societaria**

En la industria de Capital de Riesgo, se requieren formas de organización flexible, lo que actualmente se busca por vía de complejos pactos de accionistas.

Se permitirá la creación de un nuevo tipo de organización societaria denominada Sociedades de Responsabilidad Limitada por Acciones (SPA) como un nuevo tipo de organización corporativa flexible y dinámica, donde sus estatutos reflejen los intereses de quienes la conforman, incluyendo la participación de capital, estructura

administrativa, casos de crisis, rol de la junta de accionistas, etc. Esto será muy útil para aquellas sociedades con pocos accionistas e inversores más sofisticados. Lo que reducirá de manera notable los costos de transacción.

## Garantías

El proyecto de ley incluye un esquema de garantías para los fondos de inversión de Capital de Riesgo, que sería otorgado por CORFO en conjunto con el FOMIN (BID).

En principio, se garantizaba la deuda que emitan los fondos de inversión elegibles hasta dos veces su capital. Las cuotas de capital y la deuda del fondo serían ofrecidas de manera conjunta a los inversionistas.

Se busca que la rentabilidad esperada de los inversionistas de cuotas se incremente, acotándose el riesgo del capital invertido al existir una garantía a la deuda.

## **Bolsa Emergente**

La Bolsa Emergente se creó en Chile el 15 de Mayo del 2001, ante la promulgación de la norma N°118 por la Superintendencia de Valores y Seguros, como parte de la Reforma al Mercado de Capitales. Su intención es facilitar el acceso a empresas jóvenes o emergentes<sup>9</sup> a financiarse a través del mercado bursátil.

Las empresas que pueden acceder a este nuevo mercado accionario no tradicional, corresponde a aquellas que presenten alguna de las siguientes características:<sup>10</sup>

- Empresas nuevas que buscan financiamiento para un plan de negocios innovador
- Empresas con proyectos de innovación en el sector de alta tecnología
- Empresas de rápida expansión o con proyectos con fuerte potencial de crecimiento.

Las empresas que desean abrirse a la Bolsa Emergente deben cumplir con algunas condiciones claves:<sup>11</sup>

- Un aumento de Capital por parte de la empresa de al menos 10% del Capital suscrito y pagado.

---

<sup>9</sup> Empresa emergente: empresa en plena etapa de desarrollo, que se encuentra en la parte ascendente de su curva de proceso de crecimiento, con la posibilidad de consolidarse y acceder a nuevos mercados.

<sup>10</sup> Superintendencia de Valores y Seguros, Norma de carácter general N°118

<sup>11</sup> Superintendencia de Valores y Seguros, Norma de carácter general N°118

- Exigencia de mantener el control de la empresa por los gestores durante al menos 6 meses.
- Las empresas deben hacer un roadshow obligatorio una vez al año, el cual es abierto a todo el Mercado bursátil.
- Obligación de que la empresa presenten un sponsor y un market maker (que puede ser una institución)

## **Financiamiento y Beneficios Tributarios**

CORFO puso a disposición de las empresas emergentes el “Programa de Apoyo a la Apertura en Bolsa para Empresas Emergentes”, de modo de apoyarlas en su proceso de apertura a la bolsa. Este instrumento aporta parte del costo de la contratación de una consultoría especializada que las asesore en el proceso que deberán realizar para listarse y cumplir con la normativa del mercado.

Este instrumento esta diseñado para ser usado por empresas de tamaño medio y pertenecientes a sectores de alto crecimiento y/o nivel tecnológico, en donde sea necesario un aumento de capital para poder financiar sus proyectos de expansión.

El financiamiento de CORFO se divide en dos etapas: Etapa de Diagnostico y Etapa de Desarrollo.

En la Primera, CORFO financia hasta el 60% y con un tope de 150 UF, la contratación de una consultaría de modo de determinar si la empresa califica dentro de los parámetros de las empresas emergentes, que anteriormente mencionamos.

En la segunda etapa, CORFO financia hasta el 50% y con un tope de 500 UF, la elaboración de un estudio para la apertura en la bolsa, en donde se determina las condiciones financieras y legales, de modo que la empresa pueda ingresar a la bolsa. También se prepara la información necesaria para el proceso de listamiento, en donde se debe elaborar el prospecto de emisión, asesoría en todos los procesos administrativos y finalmente, la colocación accionaria.<sup>12</sup>

Además de su aporte financiero, CORFO velará porque las empresas obtengan los resultados esperados, proporcionando las bases técnicas del proceso y una nómina de consultores debidamente acreditados.

Los inversionistas que compren títulos de primera emisión en la Bolsa Emergente, estarán exentos del pago de impuesto a las ganancias de capital (15%) las operaciones de compra y venta de acciones por los tres primeros años y hasta el año 2006.

---

<sup>12</sup> Red de Negocios.cl



## **Inscripción del Emisor, sus acciones suscritas por suscribir en el Registro de Valores<sup>13</sup>**

Las empresas que deseen abrirse al mercado de valores a través de la bolsa emergente deberán presentar información jurídica, económica, y financiera que deberá presentar para inscribirse en el Registro de Valores, e inscribir sus acciones.

Para esto, las empresas deberán cumplir con los siguientes requisitos para que proceda la solicitud e inscripción:

- i. Que la junta extraordinaria de accionistas acuerde la inscripción de la sociedad y de sus acciones en el registro de Valores, con el objeto de que las acciones sean transadas en los “Mercados para Empresas Emergentes” que regulen las Bolsas de Valores.
- ii. Las acciones de pago de primera emisión deberán corresponder al menos al 10% del total de acciones que eventualmente pudieren colocar los accionistas. Se entenderán por programas de colocación la totalidad de las acciones de pago de primera emisión y las acciones que eventualmente pudieren colocar los accionistas.
- iii. Que la junta extraordinaria referida acuerde que la sociedad una vez que haya colocado acciones en el público, no cancelara su inscripción en el Registro de Valores por el plazo de tres años contando desde esa fecha, no obstante de reunir los requisitos que establezca la ley para proceder en ese sentido.

---

<sup>13</sup> Superintendencia de Valores y Seguros, Norma de carácter general N°118

- iv. Cumplir con las exigencias que establezcan las bolsas de valores en que registren sus acciones, para participar en este segmento de mercado, lo que deberá ser acreditado en forma previa a la inscripción en el Registro de Valores.

### **Empresas en la Bolsa Emergente**

Corpbanca fue la primera empresa en cotizar en la bolsa emergente el 26 de Noviembre del 2002 y donde obtuvo cerca de US\$150 millones. También la empresa La Polar, perteneciente a Inversiones Siglo XXI Limitada, se abrió a la bolsa emergente el 20 de Noviembre del 2003, obteniendo cerca de US\$50 millones.<sup>14</sup>

Pero el caso más emblemático hasta el momento corresponde a Cencosud, una de las compañías más prestigiosas en Sudamérica, con operaciones en Chile y Argentina, en las industrias de supermercados, homecenters y centros comerciales, perteneciente al empresario de origen alemán, Horst Paulmann Kenna. Esta empresa abrió el 20% de la propiedad a través de la Bolsa de Empresas Emergentes, obteniendo una cifra cercana a los US\$320 millones y con un nivel histórico de prorratio de 19%.

Estas empresas entran en la categoría de “Empresas de rápida expansión y con proyectos con fuerte potencial de crecimiento”, pero no poseen las características de innovadoras y altamente riesgosas para poder ser consideradas para financiamiento vía Capital de Riesgo.

---

<sup>14</sup> Bolsa de Comercio de Santiago

## **Los Fondos de Pensión**

En Chile la única forma que tienen los Fondos de Pensión de invertir en Capital de Riesgo es a través de Fondos de Inversión o Fondo de desarrollo de Empresa, la ley no les permite invertir en forma directa.

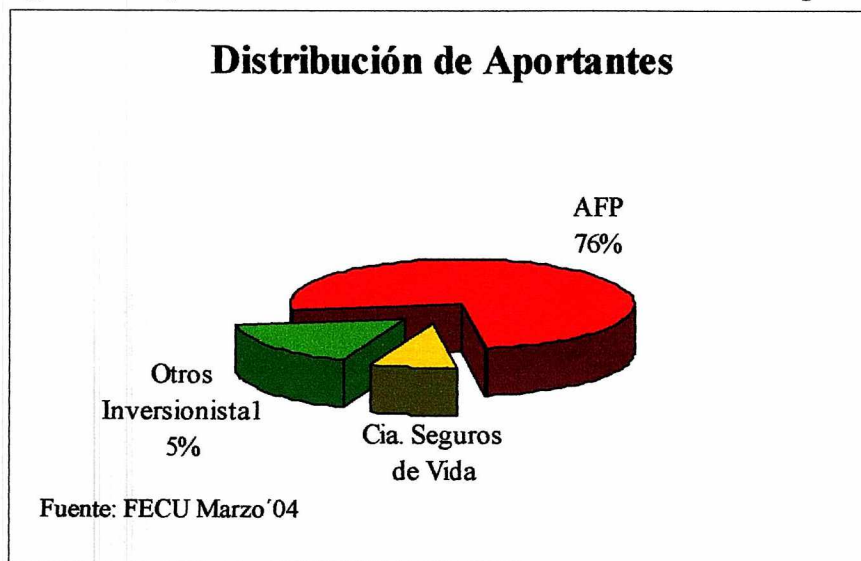
**Figura 5: Tabla de Distribución de Aportantes**

| Inversionista | MUS\$*     |
|---------------|------------|
| AFP           | \$ 162.642 |
| Cia. Seguros  | \$ 16.974  |
| Otros Inv.    | \$ 35.477  |
| Total         | \$ 215.093 |

\*Tipo cambio a Marzo '04 \$623.21

Fuente: FECU Marzo '04

**Figura 6: Representación Gráfica de la Distribución de los Aportante**



A marzo del 2004, existían once fondos de desarrollo de empresas, con una inversión cercana a los US\$ 215 millones y cuyos principales inversionistas eran los Fondos de Pensiones con alrededor de US\$ 162 millones que corresponde a un 76% del total de aportantes.

Esta alta participación de los Fondos de Pensión no ha variado, ya que en septiembre del 2001 en Chile casi el 78% de la inversión de Capital de Riesgo la concentraban los Fondos de Pensiones, seguido muy lejos por inversionistas extranjeros con un 7,3%, sociedades de inversiones nacionales 6,9%, compañías de seguro 4,1% y personas naturales 4,1%. (Documento de trabajo, Asociación de AFP)

En Estados Unidos un 18% de la inversión en Capital de Riesgo lo aportaban los Fondos de Pensiones, contra un 78% en Chile (lo que se debe a que los Fondos de Desarrollo de Empresas fueron creados para que estas accedieran a este tipo de inversión que tenían prohibido).

Por lo que es necesario incentivar la participación de empresas, instituciones, compañías de seguro y personas, para impulsar esta industria.

Dado que los Fondos de Pensión prefieren inversiones de mayor seguridad y liquidez, los Fondos de Capital de Riesgo buscaron inversiones en empresas con historia, en etapas de expansión, dejando de lado el Capital Semilla y Start up.

Actualmente el sistema está compuesto por seis AFPs que en la siguiente tabla se detalla el monto en dólares que destina cada una a fondos de Capital de Riesgo, el

porcentaje de este monto sobre el patrimonio y el porcentaje de participación dentro de los aportantes a los fondos.

**Figura 7: Tabla Aportes de AFPs a los Fondos de Inversiones**

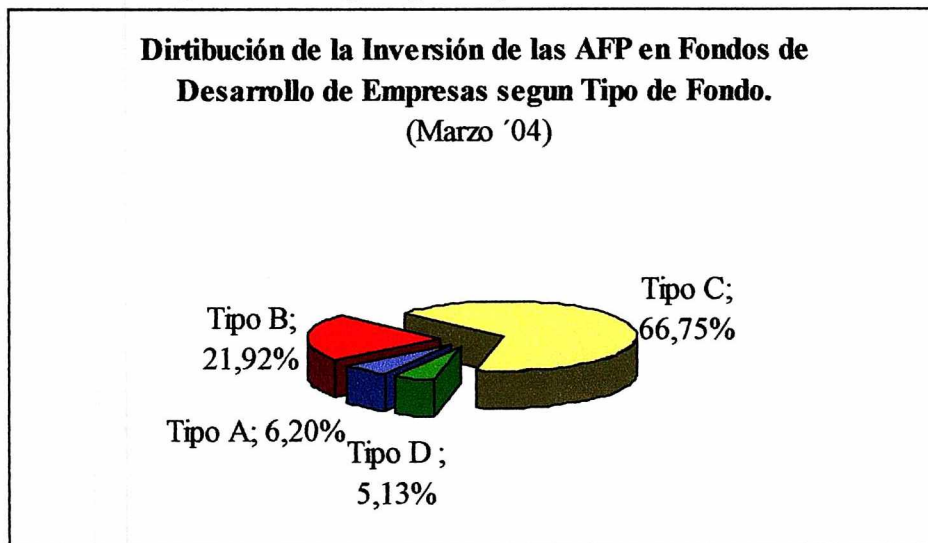
| <b>AFP</b>      | <b>MSUS*</b>      | <b>%AFP</b>  | <b>%Patr. Fondos</b> |
|-----------------|-------------------|--------------|----------------------|
| Provida         | \$ 51.474         | 0,38%        | 23,9%                |
| Habitat         | \$ 30.985         | 0,31%        | 14,4%                |
| Cuprum          | \$ 33.658         | 0,48%        | 15,6%                |
| Santa Maria     | \$ 20.874         | 0,41%        | 9,7%                 |
| Summa-Bansander | \$ 15.299         | 0,27%        | 7,1%                 |
| Planvital       | \$ 10.351         | -            | 4,8%                 |
| <b>Total</b>    | <b>\$ 162.641</b> | <b>0,38%</b> | <b>76%</b>           |

Fuente: Boletín Estadístico Superintendencia AFP de Marzo 2004

Fuente: FECU

Los Fondos de Pensión invierten en promedio 0,38% de su patrimonio en fondos de Capital de Riesgo. Cada Administradora puede invertir un porcentaje relativo según el tamaño de su patrimonio, determinado según el DL 3500.

**Figura 8: Representación Gráfica de la Distribución de la Inversión de los FP en Fondos de Capital de Riesgo según Tipo de Fondo**



Fuente: Boletín Estadístico Superintendencia AFP Marzo '04

Con un 66,75%, el fondo tipo C es el que presenta mayor inversión en términos absolutos en esta industria debido a que es el fondo de mayor tamaño.

## **Factores que desincentivan a las AFP a invertir en Capital de Riesgo:**

- Alta probabilidad de pérdida versus la rentabilidad que deben mostrar mensualmente.
- La iliquidez de las cuotas y el efecto manada.
- Los límites que se le imponen a los Fondos de Pensión con las cuotas de fondos de inversión, ya que un cambio como una fusión de AFP's puede provocar una multa por exceder el límite.
- La exigencia de rentabilidad por competencia en el mercado, preferirán invertir en un proyecto más seguro que le permita obtener rentabilidad.
- La larga duración de los fondos.
- Los demás agentes de la economía, ya sean personas o instituciones no han invertido lo suficiente para fortalecer esta industria.

Para que los Fondos de Pensión puedan invertir en fondos de inversión estos deben poseer clasificación de riesgo privada. Dentro de la primera clase según la calificaron de Feller-Rate (entre nivel 1 y 4).<sup>15</sup>

---

<sup>15</sup> Primera Clase Nivel 1 Cuotas emitidas por fondos que presentan la mayor probabilidad de cumplir con sus objetivos de inversión.

Primera Clase Nivel 2 Cuotas emitidas por fondos que presentan una muy buena probabilidad de cumplir con sus objetivos de inversión.

Primera Clase Nivel 3 Cuotas emitidas por fondos que presentan una buena probabilidad de cumplir con sus objetivos de inversión.

Primera Clase Nivel 4 Cuotas emitidas por fondos que presentan una razonable probabilidad de cumplir con sus objetivos de inversión.

## **Problemas que presenta la industria de Capital de Riesgo en Chile**

1. Asimetrías de información
2. Nivel de Conocimiento de la industria: Hay un bajo conocimiento de la industria por parte de los que trabajan en esta área, poca capacitación, entrenamiento, etc.
3. Falta de Capacitación, emprendimiento y conocimiento de evaluación de proyectos por parte de los demandantes de fondo (emprendedores).
4. Problemas Regulatorios: Existe una excesiva competencia entre los fondos de inversión, lo que conlleva a que estas busquen una rentabilidad a corto plazo, a través de proyectos con bajo riesgo.



## **CORFO**

La Corporación de Fomento a la Producción o CORFO, es una institución chilena y organismo del estado, creada en 1939. Esta dedicada a fomentar el desarrollo productivo de Chile. A través de una gran variedad de instrumentos financieros, CORFO ayuda a los emprendedores, empresarios en expansión, innovadores que necesiten acceso a nuevas tecnologías, además de asistencia técnica, de modo de logran aumentar y mejorar la calidad y capacidad productiva del país.

CORFO ha estado vinculado a fomentar el Capital de Riesgo, desde fines de la década de los ochenta. La historia e instrumentos de CORFO en el fomento de esta industria se resumen de la siguiente forma:

- i. **CORFO – Sercotec**, creado en 1988 y en el cual se crea un Fondo de Inversión con recurso de empresas privadas, sin embargo, no alcanza a concretar inversiones.
- ii. **CORFO – Copec – Fundación Chile**, creado en 1989, estuvo destinado a apoyar proyectos que presentaran innovaciones tecnológicas, pero sus resultados estuvieron exentos de logros significativos.
- iii. **Fondo Nacional de Desarrollo Tecnológico y Productivo o FONTEC**, creado en 1991, esta orientado a fomentar, orientar, financiar y cofinanciar proyectos de innovación tecnológica. Hasta Diciembre del 2003 ha había entejado recursos por cerca de CH\$60.000 millones

iv. **Capital de Riesgo a través de Fondos de Inversión**, creado en 1997, entrega financiamiento de largo plazo en préstamos o partes de capital, a través de Fondos de Inversión asociados y regidos por la ley No. 18.815.

v. **Fondo de Desarrollo e Innovación o FDI**, esta compuesto por 5 líneas de financiamiento. Innovación Precompetitiva, Innovación de Interés Público, Innovación Tecnológica Empresarizable, Capital Semilla y Formación de Incubadoras de Negocios.

**Figura 9: Tabla Aportes de CORFO a través del FDI**

| <b>Año</b>   | <b>Proyectos aprobados</b> | <b>Aportes FDI (MMS)</b> | <b>Aportes Otros (MMS)</b> |
|--------------|----------------------------|--------------------------|----------------------------|
| 1995         | 50                         | 3.436.300                | 91                         |
| 1996         | 28                         | 5.013.216                | 424.273                    |
| 1997         | 35                         | 5.954.189                | 829.296                    |
| 1998         | 34                         | 6.014.398                | 2.671.717                  |
| 1999         | 33                         | 6.087.249                | 4.069.983                  |
| 2000         | 36                         | 6.193.139                | 5.975.745                  |
| 2001         | 61                         | 8.767.647                | 7.951.572                  |
| 2002         | 62                         | 8.172.927                | 7.447.246                  |
| 2003         | 63                         | 7.788.971                | 9.324.286                  |
| <b>Total</b> | <b>402</b>                 | <b>57.428.039</b>        | <b>38.694.214</b>          |

Fuente: Corfo.

**Figura 10: Tabla de Aportes de CORFO a través de Capital Semilla**

| Año          | Proyectos<br>aprobados | Aporte FDI<br>(MM\$) |
|--------------|------------------------|----------------------|
| 2001         | 9                      | 180.500              |
| 2002         | 19                     | 588.385              |
| 2003         | 29                     | 913.838              |
| <b>Total</b> | <b>57</b>              | <b>1.682.724</b>     |

Fuente: CORFO

**Figura 11: Tabla de Aportes de CORFO a través de FONTEC**

| PROYECTOS APROBADOS POR LINEA DE FINANCIAMIENTO |                       |                |                          |                           |                        |        |
|---|-----------------------|----------------|--------------------------|---------------------------|------------------------|--------|
| 1991 - DICIEMBRE 2003                           |                       |                |                          |                           |                        |        |
| (monto M\$)                                     |                       |                |                          |                           |                        |        |
| Líneas de<br>Financiamiento                     | Cantidad<br>Proyectos | Costo<br>Total | Financiamiento<br>FONTEC | Financiamiento<br>Empresa | Participación<br>Línea |        |
| 1.- INNOVACION TECNOLOGICA                      |                       |                |                          |                           |                        |        |
| Total Línea 1                                   | 1.784                 | 125.209.730    | 47.358.675               | 77.851.055                |                        | 79,39% |
| 2.- INFRAESTRUCTURA TECNOLOGICA                 |                       |                |                          |                           |                        |        |
| 2.1.-Individual                                 | 36                    | 4.853.947      | 1.248.219                | 3.605.728                 | 2,09%                  |        |
| 2.2.-Asociativa                                 | 5                     | 2.500.712      | 552.436                  | 1.948.276                 | 0,93%                  |        |
| Total Línea 2                                   | 41                    | 7.354.659      | 1.800.655                | 5.554.004                 |                        | 3,02%  |
| 3.- TRANSFERENCIA ASOCIATIVA                    |                       |                |                          |                           |                        |        |
| 3.1.- Misiones Tecnológicas                     | 460                   | 14.180.374     | 6.002.502                | 8.177.872                 | 10,06%                 |        |
| 3.2.- Consultoría Especializada                 | 48                    | 1.681.107      | 611.624                  | 1.069.483                 | 1,03%                  |        |
| Total Línea 3                                   | 508                   | 15.861.481     | 6.614.126                | 9.247.355                 |                        | 11,09% |
| 4.- ENTIDADES Y CENTROS DE TRANSFERENCIA        |                       |                |                          |                           |                        |        |
| Total Línea 4                                   | 10                    | 2.966.954      | 1.426.991                | 1.539.963                 | 2,39%                  |        |
| 5.- ESTUDIOS DE PREINVERSION                    |                       |                |                          |                           |                        |        |
| Total Línea 5                                   | 69                    | 953.586        | 404.360                  | 549.226                   | 0,68%                  |        |
| 6.- CONVOCATORIAS ESPECIALES                    |                       |                |                          |                           |                        |        |
| Tecnologías Información ámbito educación        | 21                    | 2.536.000      | 819.499                  | 1.716.501                 | 1,37%                  |        |
| Producción Limpia                               | 26                    | 3.135.393      | 1.231.933                | 1.903.460                 | 2,07%                  |        |

|                      |              |                    |                   |                   |  |                |
|----------------------|--------------|--------------------|-------------------|-------------------|--|----------------|
| <i>Total Línea 6</i> | 47           | 5.671.393          | 2.051.432         | 3.619.961         |  | 3,44%          |
| <b>TOTAL</b>         | <b>2.459</b> | <b>158.017.803</b> | <b>59.656.239</b> | <b>98.361.564</b> |  | <b>100,00%</b> |

**Nota 1:** Valores expresados en miles de pesos (M\$).

**Nota 2:** Información sujeta a cambios

**Nota 3:** La mayor parte de las iniciativas apoyadas por Fontec corresponden a la línea de innovación tecnológica.

**Fuente:** Dpto. de Operaciones FONTEC

Actualmente está en discusión la posibilidad de unir los fondos FONTEC Y FDI en un solo fondo y entregar su administración a la ACTI (asociación Chilena de Empresas de Tecnología de Información). Esto como parte de la Agenda Digital.

## **Incubadoras e Instituciones Relacionadas**

La Incubación es el proceso por el cual una institución especializada (Incubadora) brinda asistencia, apoyo y capacitación a un emprendedor para la definición de su proyecto, el desarrollo de su empresa y su capacidad empresarial, desde su creación hasta su integración en el mercado.

Las incubadoras proveen servicios que incluyen consultorías especializadas y técnicas y facilitan su relación con instituciones financieras, organizaciones empresariales y empresas relevantes para sus intereses.

Existen dos tipos de incubadoras en Chile:

**Universitarias:** orientadas a negocios tecnológicos e innovadores, las que son apoyadas por el Fondo de Desarrollo e Innovaciones de CORFO. Actualmente existen nueve incubadoras universitarias:

- Centro de Desarrollo de Empresas, Universidad del Bío-Bío.
- Incubadora de Empresas y Emprendedores, Universidad Católica de la Santísima Concepción.
- Incubadora de Empresas de Alta Tecnología IDEA Incuba, Universidad de Concepción.
- Incubadora Access Nova, Universidad de Chile.
- Incubadora del Instituto Internacional para la Innovación Empresarial 3iE, Universidad Técnica Federico Santa María.
- Incubadora Genera UC, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Incubadora Universidad de Talca, Universidad de Talca.
- INCUBATEC, Incubadora de Negocios, Universidad de la Frontera.
- OCTANTIS, Universidad Adolfo Ibáñez.

**Municipales:** orientadas a negocios más tradicionales, que dependen de sus respectivos municipios y reciben apoyo de entidades locales. Solo hay dos de este tipo:

- Incubadora Santiago Innova, Municipalidad de Santiago.
- Programa Incubadora de Empresas Locales (PROINEL), Municipalidad de Rancagua.

Además de las Incubadoras, existen iniciativas privadas y públicas que apoyan a emprendedores y dan servicios de consultoría técnica y búsqueda de financiamiento, tales como:

**Corporación de Fomento de la Producción (CORFO):** Sitio con información sobre los instrumentos públicos de fomento, financiamiento y apoyo a la innovación tecnológica, etc.

**Ministerio de Economía, SitioEmpresa.cl:** Sitio del Ministerio de Economía con información y recursos para empresa PYME.

**Red Sercotec:** Red de Información Empresarial de Sercotec, con información sobre gestión, consultoría, capacitación e instrumentos de apoyo, entre otros.

**Endeavor:** Organización sin fines de lucro, pionera y única en su especie, que promueve un nuevo modelo de desarrollo económico y social en mercados emergentes. Fundada en 1997, nace con la misión de promover el entrepreneurship en mercados emergentes a través de la selección de emprendedores que puedan transformarse en modelo e inspiración para sus sociedades.

**Clima de Emprendimiento Organizado:** CEO es una iniciativa sin fines de lucro, de personas del sector privado y público, ligadas a la industria INTERNET, que busca la generación en Chile de un Clima de Emprendimiento Organizado.

Y otras como el Fondo de Innovación Tecnológica del Bío-Bío y PROCHILE.

## **Fondos de Capital de Riesgo**

En Chile, las Administradoras de Fondos de Inversión junto con los fondos que éstas administran, se rigen por:

- La Ley N° 18.815 y su reglamento
- Los reglamentos internos de cada fondo, aprobados por la S.V.S. y las instrucciones obligatorias que ésta les imparte.

Las administradoras y Fondos de Inversión están sujetas a la fiscalización de la S.V.S. que ejerce esta función con las mismas facultades que tiene para fiscalizar y castigar a las Sociedades Anónimas Abiertas y a las Compañías de Seguro.

La administradora tiene como único objetivo, la administración de fondos de inversión, la que ejerce a nombre de los aportantes, por la que recibe una remuneración que se deduce de cada fondo. En términos generales, esta comisión se distribuye en una parte fija y otra variable.

Por su parte, los Fondos de Inversión que estas administran, corresponden al patrimonio compuesto por aportes de personas naturales y jurídicas para ser invertidos en valores y bienes señalados en el artículo 5° de la Ley N° 18.815. Los aportes están enunciados en cuotas de participación, los cuales no podrán ser rescatados hasta la liquidación del fondo. La duración de estos fondos varía entre 8 y 50 años y tiene un tiempo de inversión de hasta 3 años en promedio.



A julio del 2004, en Chile existen doce<sup>16</sup> Fondos de Capital de Riesgo, con un patrimonio total de US\$ 215.179.

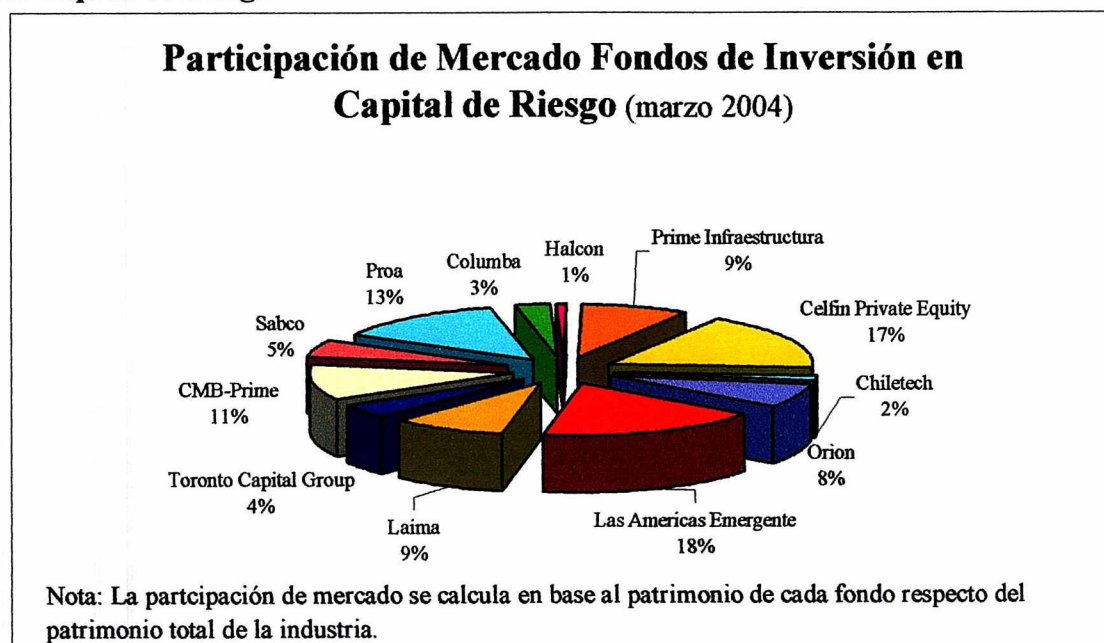
**Figura 12: Tabla Patrimonio de los Fondos de Inversión de Capital de Riesgo**

| <b>Nombre del Fondo</b> | <b>Patrimonio Miles<br/>US\$</b> |
|-------------------------|----------------------------------|
| Orión                   | \$ 16.236                        |
| Las Américas Emergente  | \$ 38.177                        |
| Llaima                  | \$ 19.871                        |
| Toronto Capital Group   | \$ 9.451                         |
| CMB-Prime               | \$ 23.875                        |
| Sabco                   | \$ 11.513                        |
| Proa                    | \$ 29.031                        |
| Columba                 | \$ 6.353                         |
| Halcón                  | \$ 1.585                         |
| Prime Infraestructura   | \$ 18.677                        |
| Celfin Private Equity   | \$ 36.785                        |
| Chiletech               | \$ 3.624                         |
| <b>Total</b>            | <b>\$ 215.179</b>                |

Fuente: FECU Marzo '04

<sup>16</sup> Durante la realización de este estudio se creo el Fondo Proa II administrado por Moneda Asset, el cual no fue considerado debido a la falta de datos estadísticos

**Figura 13: Representación Gráfica de la Participación de Mercado de los Fondos de Capital de Riesgo**



Fuente: FECU Marzo '04

A marzo del 2004, Las Américas Emergente obtiene un 18% de participación de mercado con lo que continúa liderando esta industria<sup>17</sup>. Con un 17% y 13% le siguen Celfin Private Equity y Proa, respectivamente. De lo que se desprende que casi la mitad del patrimonio de la industria lo conforman estos tres Fondos.

Los Fondos Halcón, Chiletech y Columba, son lo que menor participación poseen, es decir menor patrimonio respecto al total de la industria, siendo que estos son los que mejor la representan, debido a que sus inversiones son innovadoras, riesgosas y de alto potencial de crecimiento<sup>18</sup>.

<sup>17</sup> Ver pag 51 en relación a la evolución histórica

<sup>18</sup> Ver pag 78 Figura 15 Tabla de Inversión en Capital de Riesgo.

**Figura 14: Tabla de Rentabilidad de Fondos de Inversión en Capital de Riesgo**

| <b>Nombre del Fondo</b> | <b>Utilidad miles US\$</b> |               |
|-------------------------|----------------------------|---------------|
|                         | <b>mar-04</b>              | <b>mar-03</b> |
| Orión                   | 80                         | -216          |
| Las Américas Emergente  | 221                        | 220           |
| Llaima                  | -20                        | -82           |
| Toronto Capital Group   | 352                        | 104           |
| CMB-Prime               | 281                        | 122           |
| Sabco                   | 103                        | 37            |
| Proa                    | -244                       | -119          |
| Columba                 | 136                        | -11           |
| Halcón                  | -119                       | -             |
| Prime Infraestructura   | 132                        | -             |
| Celfin Private Equity   | 1.914                      | -             |
| Chiletech               | 106                        | -             |
| Total                   | 1.767.413                  | 33.985        |

Tipo de cambio a Marzo 2004: \$623,12

Fuente: FECU Marzo `04

Con respecto a la rentabilidad de esta industria no es fácil concluir período a período, sino que hay que hacerlo una vez liquidado el fondo. Esto debido a que esta depende de las inversiones del fondo, por lo que durante un periodo el fondo puede estar invirtiendo sus recursos y por lo tanto lo típico sería que presentara pérdidas en el periodo. Es por esto que la rentabilidad de los fondos deben ser analizados una vez que estos liquiden sus activos

Lo que si se puede concluir es que es una industria cíclica, Ninguno de los fondos presenta la rentabilidad esperada para una inversión en Capital de Riesgo, porque las empresas en las que invierten no tienen las características de la industria.

**Figura 15: Tabla de Inversión de Fondos de Capital de Riesgo**

| Fondo de Inversión           | Empresas                          | Producto o Servicio      | % Propiedad | Inversión (MUS\$) | % Activo Fondo |
|------------------------------|-----------------------------------|--------------------------|-------------|-------------------|----------------|
| <b>Orión</b>                 | Ferrocarriles del Pacífico S.S.   | Carga Ferrocarriles      | 12,50%      | 11.274            | 69,40%         |
|                              | Constructora Delta                | Constructora             | 16,55%      | 1.452             | 8,90%          |
|                              |                                   | <b>Total</b>             |             | <b>12.726</b>     | <b>78,30%</b>  |
| <b>Las Américas</b>          | Camino La Madera S.A.             | Camino VIII Región       | 33,76%      | 2.906             | 7,00%          |
|                              | Infraestructura 2000 S.A.         | Autopista                | 12,01%      | 12.088            | 29,10%         |
|                              | Chucumata S.A. (Aerop. Iquique)   | Aeropuerto Iquique       | 33,30%      | 771               | 1,90%          |
|                              | Trenes Continentales S.A.         | FFCC Oriental de Bolivia | 27,08%      | 7.751             | 18,60%         |
|                              | Brisaguas                         | Sanitaria                | 20,09%      | 329               | 0,80%          |
|                              | Ruta de los Ríos S.A.             | Autopista                | 25,00%      | 16.234            | 39,00%         |
|                              | Austral Soc. Concesionaria S.A.   | Aeropuerto Punta Arenas  | 30,00%      | 1.195             | 2,90%          |
|                              |                                   | <b>Total</b>             |             | <b>41.274</b>     | <b>99,20%</b>  |
| <b>Llaima (ex Monitor)</b>   | Multifrigo Valparaíso S.A.        | Frigorífico              | 14,30%      | 449               | 2,20%          |
|                              | Inversiones Nibsa S.A.            | Gritería                 | 8,84%       | 1.747             | 8,70%          |
|                              | Invertec Foods S.A.               | Alimentos                | 17,97%      | 3.140             | 15,60%         |
|                              | Asfaltos Chilenos S.A.            | Asfaltos                 | 20,93%      | 2.664             | 13,30%         |
|                              | Distribuidora El Alcázar S.A.     | Comercio                 | 8,84%       | 0                 | 0,00%          |
|                              |                                   | <b>Total</b>             |             | <b>8.001</b>      | <b>39,90%</b>  |
| <b>Toronto Capital Group</b> | Aprestos Sandricos S.A.           | Lávaselo                 | 35,17%      | 929               | 9,50%          |
|                              | Le Grand Chic S.A.                | Lávaselo                 | 30,16%      | 547               | 5,60%          |
|                              | Fab. Papeles Carrascal S.A.       | Papelera                 | 55,10%      | 7.526             | 76,70%         |
|                              |                                   | <b>Total</b>             |             | <b>9.002</b>      | <b>91,70%</b>  |
| <b>CMB-Prime</b>             | Antarfish S.A.                    | Salmones                 | 19,85%      | 7.097             | 29,70%         |
|                              | Camino La Madera S.A.             | Camino VIII Región       | 26,27%      | 2.260             | 9,40%          |
|                              | Chucumata S.A.                    | Aeropuerto Iquique       | 16,70%      | 389               | 1,60%          |
|                              | Inv. Ind. Valparaíso S.A.         | Proyecto Inmobiliario    | 33,33%      | 2.902             | 12,10%         |
|                              | Inv. Puerto Coronel S.A.          | Puerto                   | 16,67%      | 2.742             | 11,50%         |
|                              | Inv. Totoralillo S.A.             | Proyecto Turístico       | 10,00%      | 550               | 2,30%          |
|                              | Tornagaleones S.A.                | Forestal                 | 5,09%       | 4.968             | 20,80%         |
|                              | Austral Soc. Concesionaria S.A.   | Aeropuerto Punta Arenas  | 30,00%      | 1.187             | 5,00%          |
|                              |                                   | <b>Total</b>             |             | <b>22.095</b>     | <b>92,40%</b>  |
| <b>Sabco</b>                 | Salmones Pacific Star S.A.        | Salmones                 | 20,00%      | 3.539             | 30,70%         |
|                              | SCL Terminal Aéreo Stgo. S.A.     | Aeropuerto Santiago      | 13,43%      | 2.621             | 22,70%         |
|                              |                                   | <b>Total</b>             |             | <b>6.160</b>      | <b>53,40%</b>  |
| <b>Proa</b>                  | Laboratorios Andrómaco S.A.       | Laboratorios             | 12,00%      | 4.879             | 16,40%         |
|                              | Asfaltos Chilenos S.A.            | Asfaltos                 | 27,75%      | 3.444             | 11,60%         |
|                              | Const. Pie Andino S.A.            | Inmobiliaria             | 0,05%       | 0                 | 0,00%          |
|                              | Inyecal S.A.                      | Industria                | 54,20%      | 3.791             | 12,80%         |
|                              | Formularios Continuos Jordan S.A. | Impresión                | 23,80%      | 4.979             | 16,80%         |

|                              |  |                       |         |                |               |
|------------------------------|--|-----------------------|---------|----------------|---------------|
|                              | Inmobiliaria Valle La Dehesa S.A.      | Proyecto Inmobiliario | 4,50%   | 2.898          | 9,80%         |
|                              | Empresa Lourdes S.A.                   | Agroindustria         | 5,54%   | 2.188          | 7,40%         |
|                              | Proyectos Tecnológicos S.A.            | Informática           | 65,52%  | 580            | 2,00%         |
|                              | Laborum.com , Inc.                     | Informática           | 8,58%   | 83             | 0,30%         |
|                              |  | <b>Total</b>          |         | <b>22.843</b>  | <b>76,90%</b> |
| <b>Columba</b>               | Soluciones Expertas S.A.               | Informática           | 40,00%  | 287            | 2,40%         |
|                              | Serv. Outsourcing Logística S.A.       | Informática           | 59,97%  | 141            | 1,20%         |
|                              | New Horizons S.A.                      | Informática           | 32,60%  | 393            | 3,30%         |
|                              | Bazuca Internet Partners S.A.          | Informática           | 50,00%  | 691            | 5,70%         |
|                              | Sustentable.cl S.A.                    | Informática           | 20,96%  | 76             | 0,60%         |
|                              | Novis S.A.                             | Informática           | 88,05%  | 0              | 2,90%         |
|                              | Sonda Sistema de Gestión S.A.          | Informática           | 28,20%  | 0              | 15,20%        |
|                              | Sonda Gestión Serv. Profesionales S.A. | Informática           | 28,20%  | 0              | 0,20%         |
|                              | Fullcom S.A.                           | Informática           | 69,97%  | 0              | 3,90%         |
|                              |  | <b>Total</b>          |         | <b>1.588</b>   | <b>35,50%</b> |
| <b>Halcón</b>                | Prospect S.A.                          | Informática           | 43,93%  | 859            | 7,50%         |
|                              | Globe S.A.                             | Tecnología            | 50,00%  | 1              | 0,80%         |
|                              | Computación Portátil Chile S.A.        | Informática           | 50,00%  | 950            | 8,20%         |
|                              |  | <b>Total</b>          |         | <b>1.810</b>   | <b>15,70%</b> |
| <b>Prime Infraestructura</b> | Soc. Concesionaria Aerosur S.A.        | Aeropuerto            | 50,00%  | 2.602          | 22,60%        |
|                              | Inv. Aeroportuarias Atacama S.A.       | Aeropuerto            | 99,99%  | 3.618          | 31,40%        |
|                              |  | <b>Total</b>          |         | <b>6.220</b>   | <b>54,00%</b> |
| <b>Celfin Private Equity</b> | Southern Cross                         | Fondo Inversión       | N.D.    | 7.764          | 67,30%        |
|                              |  | <b>Total</b>          |         | <b>7.764</b>   | <b>67,30%</b> |
| <b>Chiletech</b>             | Venkaffa                               | Informática           | 100,00% | 189            | 2,20%         |
|                              | Bazuca Internet Partners               | Informática           | 50,00%  | 677            | 7,87%         |
|                              | Certifica S.A.                         | Informática           | 16,49%  | 129            | 1,51%         |
|                              | Inyecal                                | Industria             | 20,92%  | 1.239          | 14,40%        |
|                              | Kaffa Kaldi                            | Informática           | 0,01%   | 1.428          | 16,60%        |
|                              |  | <b>Total</b>          |         | <b>3.662</b>   | <b>8,52%</b>  |
| <b>Total</b>                 |  |                       |         | <b>141.557</b> | <b>56,40%</b> |

En este cuadro se muestran las inversiones que realizan los fondos, con lo que queda demostrado que son muy pocas las empresas que poseen las características típicas de la industria de Capital de Riesgo.

Como se mencionó anteriormente, los fondos Halcón, Columba y Chiletech son los que invierten en empresas directamente relacionadas a la innovación.

En promedio los Fondos de Inversión de Capital de Riesgo sólo tiene un 56.4% activo. Sus administradores explican este bajo porcentaje debido a la falta de proyectos atractivos merecedores de este financiamiento.

# Conclusiones

La industria de Capital de Riesgo ha tenido un lento crecimiento en Chile.

El primer problema encontrado es básico, corresponde a una confusión sobre el concepto “Capital de Riesgo”. A nivel internacional se habla de *Venture Capital* cuando se refiere a la inversión en una idea o proyecto sin historia y *Private Equity* cuando se invierte en una empresa existente que desea expandirse. En Chile se utiliza el término Capital de Riesgo para ambos tipos de inversiones. Exceptuando algunos inversionistas ángeles y el pequeño aporte de la CORFO a través de su fondo de Capital Semilla, lo que existe hasta la fecha es solo *Private Equity*.

Insólitamente, según lo investigado, no todas las inversiones realizadas por los fondos de Capital de Riesgo, califican dentro de las características<sup>19</sup> de esta industria en particular. La mayoría de las inversiones presentan la característica de alto potencial de crecimiento, muy pocas alto riesgo, y solo algunas podrían ser calificadas como proyectos realmente innovadores.

Una de las principales causas de lo descrito en el párrafo anterior, son las restricciones de los Fondos de Pensión con respecto a la liquidez y la inversión en proyectos de mayor seguridad, lo que ha obligado a los Fondos de Inversión a invertir en empresas con historia, es decir, en *Private Equity*, sesgando de esta manera la industria.

---

<sup>19</sup> Ver Características del Capital de Riesgo, Pág. 5.

Esto debido a la alta participación de los Fondos de Pensión (76%) en los Fondos de Inversión.

Un segundo problema, es la falta de un clima de emprendimiento de alto nivel en el país, lo que viene dado por nuestra cultura y por la falta de instancias a nivel universitario y privado, principalmente. Aunque en muchos casos, más que la falta de instancias formales de encuentro entre emprendedores e inversionistas y entre emprendedores y centros de apoyo, es la poca difusión que éstas realizan. A modo de ejemplo, la mayoría de los alumnos de universidades que poseen una incubadora de negocios, no están informados sobre la existencia o funcionamiento de éstas. Lo anterior se traduce en una seria dificultad de encontrar emprendedores con ideas realmente innovadoras y capacitados para llevarlas a cabo.

Por el lado de los Fondos de Inversión en Capital de Riesgo, se concluye que éstos poseen recursos para invertir pero sólo utilizan una parte de estos recursos (56.4%), debido a la falta de proyectos atractivos y de calidad. Estos también presentan un déficit en la calidad técnica de sus recursos humanos, debido a la falta de capacitación especializada en el la utilización y administración del Capital de Riesgo.

Esta industria presenta fuertes problemas de asimetría de información, tanto de elección como de agencia, por lo que es necesario esclarecer la información debido que este es un problema no trivial de esta industria. Otro problema detectado es que las empresas emergentes que desarrollan procesos innovadores o nuevos productos, enfrentan cierto tipo de **comportamiento oportunista** ante quien recibe el proyecto por lo que al presentarlo se debe consultar por las cláusulas de confidencialidad. Y por otro



lado **externalidades** (positivas de producción) por ser proyectos innovadores, un adecuado marco de protección a la generación de ideas ayuda a reducir los problemas relacionados a este tipo de imperfecciones de mercado.

Existe escasa conciencia de los beneficios sociales, no solo de beneficios económicos directos como exenciones tributarias. Los potenciales inversionistas deben tener presente que el Capital de Riego aporta al desarrollo económico, y que al apoyar proyectos innovadores y de tecnología éstos se verán beneficiados en un futuro cercano. Además al crear nuevas empresas se obtienen potenciales consumidores y proveedores.

La existencia de aspectos culturales que ponderan en exceso el riesgo y castigan el fracaso de los inversionistas, ha frenado el crecimiento de esta industria. Lo que indica que las herramientas que se entregan en la educación superior no necesariamente favorecen la creación de una cultura empresarial.

En relación a la Reforma de Mercado de Capitales II, se concluye con respecto a las garantías que éstas darán mayor seguridad y por ende incentivará a los inversionistas, pero la eximición temporal del impuesto a las ganancias de capital tendrá un efecto menor como incentivo. El incentivo tributario debe ser mayor debido a los beneficios futuros que conlleva el desarrollo de esta industria. Las ganancias obtenidas antes de la salida o apertura en bolsa están afectas a ganancias de capital, aplicándoseles las tasas marginales de impuesto a la renta que enfrenta el emprendedor en esta instancia. Ello demuestra la necesidad de redefinir una política tributaria proactiva.

La existencia de problemas regulatorios que conlleva a que los Fondos de Capital de Riesgo busquen una rentabilidad a corto plazo, a través de proyectos con bajo riesgo, debido a la excesiva competencia entre los fondos de inversión.

# Recomendaciones

Se deben enfocar los esfuerzos en tres puntos clave: incentivar a los inversionistas, incentivar a los Emprendedores, y perfeccionar a las Administradoras de Fondos de Inversión de Capital de Riesgo.

## Incentivar Inversionistas:

- Primero que todo es necesario comunicarles que existe la alternativa de Capital de Riesgo y sus beneficios.
- Crear beneficios tributarios para aquellas empresas que aún están lejos de abrirse a la bolsa, ya que no todas presentan las mismas características para llegar a esta instancia.
- Eliminar el impuesto de primera categoría a empresas emergentes por los primeros años de inscritas en la bolsa.
- Se debe crear una importante Red de Inversionistas Ángeles, como existe en la mayoría de los países desarrollados, los cuales son fundamentales para el desarrollo de las etapas más tempranas del Capital de Riesgo.
- Se deben crear las instancias necesarias de modo de motivar a los Fondos de Pensión para que éstas inviertan en Capital de Riesgo el límite máximo, de 5% de sus recursos, que les permite la ley (DL 3.500). De ser así, este monto pasaría de los US\$ 162 millones que corresponde al 0.38%, a más de US\$ 2.000 millones.

#### Incentivar a los Emprendedores:

- Crear ferias donde emprendedores presenten sus proyectos y estos puedan ser criticados por expertos y que genere una red de contacto entre inversionistas y emprendedores.
- Mejorar y complementar la formación que conlleve a una cultura emprendedora. Tanto en educación básica como media.
- Campañas de las municipalidades para estimular el emprendimiento a través de cursos e informativos de los fondos concursables de la CORFO.
- Incentivar a las universidades a crear incubadoras. Involucrar desde el primer año a los estudiantes en el tema de las incubadoras y crear ramos de emprendimiento ligados a esta.
- Establecer un solo gran fondo de innovación, que los recursos no esten tan dispersos, entregar la administración del fondo a quienes tengan conocimientos más profundos del tema.
- Fomentar y promover el intercambio internacional, en especial hacer uso de los beneficios de los TLC que tienen relación a la cooperación internacional en temas de innovación, tecnologías e inversiones en Capital de Riesgo.

#### Perfeccionar las Administradoras de Fondos de Capital de Riesgo:

- Se deben capacitar a las Administradoras de Fondos de Capital de Riesgo, de modo que estos tengan sólidos conocimientos del área, manejen en forma perfecta la

parte técnica, las leyes que las rigen y los beneficios tributarios, de garantías y de apoyo. Una manera de capacitación es que sean enviados al extranjero, en donde la industria de Capital de Riesgo está más desarrollada, para que absorban el conocimiento y experiencia de la industria. Otra forma es a través de una política de Join Venture, es decir traer a expertos como socios y académicos, para que aporten con su experiencia y Know-How.

- Estudiar la implementación de algún tipo de documento que certifique a los proyectos o empresas que califiquen dentro de la calidad de Capital de Riesgo y que los fondos solo pueden invertir en proyectos que cuenten con este certificado, de este modo se eliminaría el problema que hay de que se invierte Capital de Riesgo en empresas que no son de este tipo.

## **Bibliografía**

- Alée G., Raúl; “Capital de Riesgo, una revisión del caso chileno” Octubre de 2002, Programa Doctoral Universidad de Lleida
- Arrau, Patricio; La Industria del Capital de Riesgo en Chile: ¿La tercera es la vencida?, GERENS
- Baygan, Günseli; OECD; “Venture Capital Policy Review: Corea”, STI Working Papers 2003/2, Enero 2003.
- Baygan, Günseli; OECD; “Venture Capital Policy Review: Israel”, STI Working Papers 2003/3, Enero 2003.
- Baygan, Günseli; OECD; “Venture Capital Policy Review: United States”, STI Working Papers 2003/12, Octubre 2003.
- Bolsa de Comercio de Santiago
- Capitalderiesgo.cl, Fundación Chile.
- CEO.cl
- Cook, John, 2000; Venture capital firms are seeing measly returns; Seattle Post-Intelligencer.
- Cordato, Roy E.; June 1991, Destroying real estate through the tax code. (Tax Reform Act of 1986)
- Corfo
- Diario El Mercurio
- Diario Financiero
- Directory of Angel-Investor Networks

- Feller-Rate, Clasificadora de riesgo,: Sabco, Las Américas Emergente.
- Kingsley, Daniel T.; National Venture Capital Association, Before the Conference on Corporate Governance and Equity Offerings, "The State of the Venture Capital Industry & Its Impact on the U.S. Economy", February 24, 1999.
- Ley 18.815, Sobre Fondos De Inversión (Publicado en el Diario Oficial de 23 de febrero de 1990) Núm. 864.- Santiago, 3 de Octubre de 1989.- Vistos: Lo dispuesto en la ley Nº 18.815 y el artículo 32 Nº 8 de la Constitución Política de la República de Chile.
- Morant Vidal, Jesús; Juez sustituto y Profesor del I.V.A.S.P.  
<http://noticias.juridicas.com>
- Morant Vidal, Jesús; Juez sustituto y Profesor del I.V.A.S.P.  
<http://noticias.juridicas.com>
- National Venture Capital Association
- Portal de Incubación de Negocios, <http://www.incubacion.cl>
- Red de Negocios.cl
- Romo, Maria de los Ángeles; Angels Investors, Agentes estratégicos en las primeras etapas de formación de emprendimientos.
- Superintendencia de AFP, comunicados de prensa composición de la cartera a marzo 2004.
- Superintendencia de Valores y Seguros, Norma de carácter general Nº118
- Tejeda, Ricardo; OECD; "Venture Capital Policy Review: Portugal", STI Working Papers 2003/18, Diciembre 2003.

- Un diagnóstico del Capital de Riesgo en Chile, división de estudios y relaciones internacionales de la SVS
- Valente, José Ramón; ¿Que Podemos Obtener Del Mercado De Capitales?, Icare IX Congreso de Finanzas y Negocios El Nuevo Mapa de Negocios, Jueves 11 de Septiembre de 2003, Chile.
- Venture Capital And Innovation, Organisation For Economic Co-Operation And Development, Paris
- Ventureeconomics.com
- Entrevistas:
  - Andrés Varas, Gerente de Negocios, Penta Capital de Riesgo y Las Américas Emergente.
  - Alfonso Lacámara, Gerente General de Sabco.
  - Juan Cortés, Gerente General del fondo Proa y Chiletech, Moneda
  - Cristián Cox, Gerente de Finanzas de Halcón, Econsult.